

Hohenheimer Working Papers Wirtschafts- & Unternehmensethik

Lehrstuhl 560 D

No. 14 (2013)

**Socially Responsible Investments
- eine moralökonomische Analyse**

Bernd Hertweck

„Der oberste Zweck des Kapitals ist nicht, mehr Geld zu schaffen,
sondern zu bewirken,
dass sich das Geld der Verbesserung des Lebens widmet.“

(Henry Ford, 1864-1947)

Zusammenfassung

„Conversations about socially responsible investing are difficult because they combine facts with beliefs.“¹ Diese sehr prägnante Aussage von Statman (2000) fordert ein Verständnis der Überzeugungen aus dem Bereich der Wirtschaftsethik, der Fakten des modelltheoretischen Rahmens der Kapitalmarkttheorien sowie ein moralökonomisches Verständnis, wie diese Gegensätze miteinander kombiniert werden können. Dies bildet die Grundlage zum Verständnis der Socially Responsible Investments (SRI).

Um SRI an sich zu verstehen, gilt es den Begriff zunächst eindeutig zu definieren und darzustellen, wie mit SRI monetäre und nicht-monetäre Ziele miteinander kombiniert werden können und sich in der Praxis umsetzen lassen. Dabei sind in der Praxis auch Thesen zu finden, dass sogenannte Environmental, Social and Governance Key-Performance-Indikatoren (ESG-KPI) zur Optimierung der finanziellen Portfolioziele herangezogen werden können, so dass die Frage aufkommt, wie diese Art der Portfoliooptimierung gemäß den Kapitalmarkttheorien zu erklären ist.

Einer Änderung der Portfolioallokation auf Basis von SRI liegt eine veränderte Anlagemotivation des Investors zugrunde und ist daher aufgrund der darin enthaltenen nicht-monetären Ziele moralökonomisch einzuordnen. Die Neuausrichtung des Portfolios nach ökologischen, sozialen und ethischen Gesichtspunkten führt zu einer Veränderung der Kapitalstruktur des Unternehmens und somit zu einem Ressourcentransfer mit Implikationen auf das Unternehmen sowie den Finanz-, Güter und Arbeitsmarkt. Wie gestalten sich die Implikationen, und wie lassen sich diese Verteilungswirkungen moralökonomisch bewerten?

¹ Statman (2000), S. 30.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	VII
Abkürzungsverzeichnis.....	IX
Symbolverzeichnis.....	XI
1. Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung und Ziel der Arbeit.....	1
1.2 Aufbau der Arbeit	3
2. Grundlagen zum Entscheidungsverhalten am Finanzmarkt	5
2.1 Grundlagen der Ethik.....	5
2.1.1 Abgrenzung von Moral, Ethos und Ethik sowie Wirtschaftsethik.....	5
2.1.2 Ethische Grundmodelle.....	7
2.1.2.1 Pflichtenethik.....	7
2.1.2.1.1 Kants Kategorischer Imperativ.....	7
2.1.2.1.2 Diskursethik nach Habermas	8
2.1.2.2 Gerechtigkeitsmodelle	9
2.1.2.2.1 Utilitarismus.....	9
2.1.2.2.2 Gerechtigkeitstheorie nach Rawls.....	11
2.1.3 Corporate Social Responsibility (CSR) im Sinne des moralischen	
Ziels einer nachhaltige Entwicklung.....	12
2.2 Kapitalmarkttheorien.....	15
2.2.1 Informationseffiziente Märkte – Efficient Markets Hypothesis (EMH).....	15
2.2.2 Trade-Off zwischen Rendite und Risiko.....	17
2.2.2.1 Portfoliotheorie.....	17
2.2.2.2 Capital Asset Pricing Model (CAPM).....	22
2.2.3 Arbitrage.....	22
2.2.3.1 Optionspreismodell.....	23
2.2.3.2 Binominalmodell.....	25

2.3 Entscheidungsverhalten in ökonomisch relevanten Situationen.....	27
2.3.1 Der Homo Oeconomicus.....	28
2.3.2 Moral und Eigennutz im Modell des Homo Oeconomicus	30
2.3.3 Entscheidungsverhalten in der Praxis im Dilemma zwischen Eigennutz und Moral	34
3. Socially Responsible Investments (SRI).....	36
3.1 Definition und Abgrenzung von SRI	36
3.2 Einbeziehen von nicht-monetären Aspekten in die Anlageentscheidung – die Theorie.....	38
3.3 Einbeziehen von nicht-monetäre Zielen in die Anlageentscheidung – die Praxis.....	41
3.3.1 Strategien und Methoden zum Erreichen nicht-monetärer Ziele.....	41
3.3.2 Umsetzung der Methoden zur Erreichung nicht-monetärer Ziele.....	45
3.3.3 Historischer Überblick über Methoden und Kriterien von SRI.....	48
3.4 Verwendung von SRI-Methoden als Strategie zur Optimierung des Portfolios.....	50
3.4.1 Implikationen von SRI-Strategien auf die Performance – die Hypothesen.....	50
3.4.2 Implikationen von CSR auf die Performance im modelltheoretischen Rahmen.....	54
3.4.2.1 Shareholder-Aktivismus aus der betriebswirtschaftlichen Perspektive	54
3.4.2.2 Bedeutung von SRI-Screening-Methoden im Angesicht der Fundamentalanalyse und der EMH.....	56
3.4.2.3 Implikationen von SRI-Screening-Methoden auf die Performance aus der Sicht der Portfoliotheorie.....	59
4. Ökonomische Implikationen von SRI-Screenings.....	65
4.1 Nutzen maximierendes Verhalten der SRI-Investoren.....	65
4.2 Implikationen auf der Unternehmensebene.....	67

4.3 Ökonomische Analyse auf der Makroebene.....	72
4.3.1 Implikationen auf den Finanzmarkt.....	73
4.3.2 Implikationen auf den Gütermarkt bzw. Dienstleistungsmarkt	86
4.3.3 Implikationen auf den Arbeitsmarkt.....	92
5. Ethische Reflexion von SRI	95
5.1 Ethische Reflexion der wirtschaftlichen Implikationen durch Screenings auf der Unternehmensebene.....	95
5.2 Ethische Reflexion der wirtschaftlichen Implikationen durch Screenings auf der Makroebene.....	102
5.3 Ethische Reflexion der SRI-Entscheidung.....	104
6. Zusammenfassung und Ausblick.....	107
Anhang.....	110
Literaturverzeichnis.....	114

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Problemstellung.....	2
Abbildung 2: Aufbau der Arbeit.....	3
Abbildung 3: Portfolio.....	19
Abbildung 4: optimales Portfolio bei Markowitz (1952).....	20
Abbildung 5: optimales Portfolio bei Tobin (1958).....	21
Abbildung 6: Entwicklung von Spot- und Call-Preisen im Binominalmodell des Einperiodenfall.....	25
Abbildung 7: Entwicklung von Spot- und Call-Preisen im Binominalmodell des Mehrperiodenfalls.....	27
Abbildung 8: Ökonomische und moralische Interessen im economic approach.....	32
Abbildung 9: Magisches Dreieck.....	38
Abbildung 10: Magisches Viereck.....	39
Abbildung 11: Magisches Dreieck im ethischen Reflexionsraum.....	40
Abbildung 12: Zusammenhang zwischen freiwilliger CSR und wirtschaftlichem Erfolg	55
Abbildung 13: Auswirkungen des Screenings im Modell von Markowitz (1952).....	60
Abbildung 14: Auswirkungen des Screenings im Modell von Tobin (1958).....	61
Abbildung 15: Auswirkungen des Screenings auf das Unternehmen	68
Abbildung 16: Auswirkungen des Screenings auf Güter bzw. Dienstleistungen sowie die Arbeitnehmer des Unternehmens bei einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion.....	69
Abbildung 17: Auswirkungen des Screenings auf Güter bzw. Dienstleistungen sowie die Arbeitnehmer des Unternehmens bei einer komplementären Produktionsfunktion.....	71
Abbildung 18: Auswirkungen des Screenings am Markt für Non-SRI-Assets.....	76
Abbildung 19: Auswirkungen des Screenings am Markt für SRI-Assets.....	77

Abbildung 20: Vergleich der Entwicklung des Kurses, der zu erwarteten Rendite sowie der zu beobachtenden Rendite bei SRI- und Non-Assets durch das Screening.....	78
Abbildung 21: Entwicklung des Kurswertes von SRI-Assets bei sequentielltem Screening.....	80
Abbildung 22: Entwicklung der beobachteten Rendite bei kontinuierlichem Kursanstieg und konstanter Auszahlung	82
Abbildung 23: Entwicklung der beobachteten Rendite bei einem steigenden Kurs bis das Marktgleichgewicht erreicht ist	82
Abbildung 24: Entwicklung der beobachteten Rendite bei einem zunächst steigenden Kurs und anschließendem teilweisen Kursrückgang	83
Abbildung 25: Entwicklung der beobachteten Rendite bei einer Investitionsentscheidung auf Basis der beobachteten Rendite der Vorperiode	85
Abbildung 26: Auswirkungen eines Negativscreenings auf den Güter- bzw. Dienstleistungsmarkt.....	87
Abbildung 27: Auswirkungen eines Positivscreenings auf den Güter- bzw. Dienstleistungsmarkt.....	89
Abbildung 28: Auswirkungen des Negativscreenings auf den Arbeitsmarkt.....	92
Abbildung 29: Auswirkungen des Positivscreenings auf den Arbeitsmarkt.....	93

Abkürzungsverzeichnis

AMH	Adaptive Markets Hypothesis
akt.	aktualisiert
Aufl.	Auflage
Bd.	Band
BP	British Petroleum
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDU	Christlich Demokratische Union
CML	Capital Market Line
CO ₂	Kohlenstoffdioxid
CSP	Corporate Social Performance
CSR	Corporate Social Responsibility
d.h.	das heißt
Dr.	Doktor
dtv	deutscher Taschenbuchverlag
EMH	Efficient Markets Hypothesis
ESG	Environmental, Social and Governance
e.V.	eingetragener Verein
et al.	et alii
etc.	et cetera
Eurosif	European Sustainable Investment Forum
FDP	Freie Demokratische Partei
f	folgende
FHL	Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden
GM	Gemeinsamer Markt
Hrsg.	Herausgeber
IOS	Investment-Opportunity-Set
KPI	ESG-Key-Performance-Indikatoren
MVP	minimales Varianz Portfolio
NGO	Non-Government Organization
Nr.	Nummer
NS	Negativscreening
pp.	perge perge
PS	Positivscreening
S.	Seite
SMS	Safe Minimum Standards
SRI	Socially Responsible Investments
u.	und
überarb.	überarbeitete
u.d.N.	unter den Nebenbedingungen
UN	United Nations

US

UTB

vgl.

z.B.

United States

Uni-Taschenbuch

vergleiche

zum Beispiel

Symbolverzeichnis

a	Konstante a
b	Konstante b
c	Konstante c
$c_{i,t}$	Call-Option für das Asset i zum Zeitpunkt t
d	relativer Abwärts-Faktor eines Wertpapiers
d_i	spezifische Dichtefunktion des Assets i
$\exp$	Exponentialfunktion
f_i	Produktionsfunktion des Gutes i
$f_{i,t}$	Future-Preis des Assets i zum Zeitpunkt t
g_i	Altruismusfaktor des Individuums i
i	Zinssatz
$\ln$	natürlicher Logarithmusfunktion
$\max$	Maximiere
$\min$	Minimiere
n	Anzahl
$p_{i,t}$	Put-Option für das Asset i zum Zeitpunkt t
q_t	Outputniveau zum Zeitpunkt t
r_f	risikolose Rendite
r_t	erwartete Rendite zum Zeitpunkt t
$\tilde{r}_i$	zufällige Rendite des Assets i
$\tilde{r}_j$	zufällige Rendite des Assets j
t	Zeit
u	relativer Aufwärtsfaktor eines Wertpapiers
w_t	Lohn zum Zeitpunkt t
x_i	Portfolioanteile des Assets i
x_j	Portfolioanteile des Assets j
y_i	Inputfaktor des Gutes i

$A_{i,t}$	Angebotsfunktion des Marktakteurs i zum Zeitpunkt t
B	Bondpreis
$C_{i,t}$	Kapital des Unternehmens i zum Zeitpunkt t
$CF_{i,t}$	Auszahlung des Assets i zum Zeitpunkt t
$Cov[\tilde{r}_i, \tilde{r}_j]$	Kovarianz zwischen den unerwarteten Renditen der Assets i und j
$E(A_i)$	erwartete, unsichere Auszahlung des Assets i
$\overline{E(A_i)}$	konstante erwartete, unsichere Auszahlung des Assets i
$E(A_{i,t})$	erwartete Auszahlungen des Assets i zum Zeitpunkt t
$E(K_{i,t})$	erwarteter Preis des Assets i zum Zeitpunkt t
$E(r_{i,t})$	erwartete, unsichere Rendite des Assets i zum Zeitpunkt t
$E[\tilde{r}_i]$	erwartete unsichere Rendite des Assets i
$E[U_{i,t}]$	erwartetes Nutzen des Individuums i zum Zeitpunkt t
$E[Z_{i,t}]$	erwartete Güter i zum Zeitpunkt t
$F_{i,t}$	zukünftiger Preis eines Assets i zum Zeitpunkt t
I_i	vereinbarter Basispreis für das Asset i
I_t	Informationen zum Zeitpunkt t
K_i	Wert eines Assets i
$K_{i,t}$	Wert eines Assets i zum Zeitpunkt t
$L_{i,t}$	Beschäftigungsmenge in Unternehmen i zum Zeitpunkt t
M	Marktportfolio
N	Anzahl an Anteilen
$N(d_i)$	standard-normalverteilten Dichtefunktion des Assets i
$N_{i,t}$	Nachfragefunktion des Marktakteurs i zum Zeitpunkt t
P_t	Preis zum Zeitpunkt t
$R_{i,t}$	beobachtete Rendite
S	Sozialfaktor bei der Geldanlage
$S_{i,t}$	Spot-Preis eines Assets i zum Zeitpunkt t
$SD[\tilde{r}_i]$	Standardabweichung der unsichere Rendite des Assets i
$SD[\tilde{r}_j]$	Standardabweichung der unsichere Rendite des Assets j
T	Zeitraum bis zum Liefertermin

U_i	Nutzen des Individuums i
U_j	Nutzen des Individuums j
$Var[\tilde{r}_i]$	Varianz der unsicheren Rendite des Assets i
$Var[\tilde{r}_j]$	Varianz der unsicheren Rendite des Assets j
W	Gesamtnutzen einer Gesellschaft
X_i	Asset i
Z_i	Gut i
Z_j	Gut j
β_i	Beta-Faktor des Assets i
ϵ_t	zufällige Änderungsrate zum Zeitpunkt t
μ	erwartete Rendite
μ_i	erwartete Rendite des Assets i
μ_p	erwartete Rendite des Portfolios
μ_M	erwartete Marktrendite
μ_{MVP}	erwartete Mindestrendite eines Portfolios
μ_T	erwartete Rendite des Tangentialportfolios
σ	Standardabweichung
σ_i	Standardabweichung der unsicheren Rendite des Assets i
σ_j	Standardabweichung der unsicheren Rendite des Assets j
σ_M	Standardabweichung der unsicheren Renditen des Marktportfolios
σ_p^2	Standardabweichung der unsicheren Renditen des Portfolios
σ_i^2	Varianz der unsicheren Renditen des Assets i
$\bar{\sigma}_i^2$	durchschnittliches Varianz der Renditen der Assets i
$\sigma_{i,j}$	Kovarianz zwischen den unsicheren Renditen der Assets i und j
$\sigma_{i,M}$	Kovarianz zwischen den unsicheren Renditen der Assets i und des Marktportfolios M
$\bar{\sigma}_{i,j}$	durchschnittliches Kovarianz der unsicheren Renditen der Assets i und j
σ_M	Standardabweichung des Marktportfolios
σ_T	Standardabweichung des Tangentialportfolios

σ_i^2	Varianz der unsicheren Rendite des Assets i
σ_M^2	Varianz der unsicheren Rendite des Marktportfolios
σ_{MVP}^2	minimale Varianz eines Portfolios
σ_p^2	Varianz der unsicheren Renditen des Portfolios
$\bar{\sigma}_{i,j}^2$	systematisches Risiko
$\rho_{i,j}$	Korrelationskoeffizient zwischen den Renditen der Assets i und j
Δ	Differenz
$\sum$	Summe
Π	Wahrscheinlichkeit

1. Einleitung

1.1 Problemstellung und Ziel der Arbeit

Die große Herausforderung auf globaler Basis zu Beginn des 21. Jahrhunderts ist eine nachhaltige Entwicklung und die damit verbundene Lösung ökologischer, sozialer und wirtschaftlicher Probleme.² Beispiele für ökologische Problemstellungen sind die Verschmutzung der Umwelt, das Aussterben von Pflanzen und Tieren, die Desertifikation und der drohende Klimawandel.³ Zu den sozialen Missständen zählen unter anderem die Armut eines großen Teils der Weltbevölkerung, die Missachtung von Menschenrechten, eine unzureichende Sicherheit am Arbeitsplatz, Krankheiten und Seuchen sowie gesundheitsgefährdende Methoden bei der Produktion von Gütern.⁴ Die gesamtwirtschaftlichen Probleme wurden insbesondere in Folge des Einbrechens der US-Immobilienpreise und der dadurch ausgelösten Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2008/09 deutlich.⁵ Neben diesen globalen Missständen kamen auch zahlreiche Unternehmensskandale – wie z.B. bei Enron, Parmalat und Siemens – an die Öffentlichkeit,⁶ so dass Nicht-Regierungsorganisationen (NGO)⁷ und Religionsführern⁸ sowie Vertreter aus der Wirtschaft⁹, Politik¹⁰ und Wissenschaft¹¹ eine stärker an sozialen und ökologischen Zielen ausgerichtete sowie ethisch verantwortungsvollere Investitionstätigkeit fordern.

Auf Seiten der Investoren bietet sich bei der Geldanlage nun die Möglichkeit, neben der Verfolgung rein monetärer Interessen auch ökologische, soziale und ethische Gesichtspunkte bei der Anlageentscheidung zu berücksichtigen.¹² Diese sogenannten Socially Responsible Investments (SRI) – auch als ethische oder nachhaltige Geldanlagen bekannt – erfreuen sich einer zunehmend größeren Beliebtheit bei den Investoren,¹³ und es scheint sich diesbezüglich ein Wertewandel vollziehen zu können.¹⁴

² Vgl. Gabriel/Schlagnitweit (2009), S. 7.

³ Vgl. Hesse (2008), S. 8.

⁴ Vgl. Domini (2001), S. 1f, S. 44f.

⁵ Vgl. Gabriel/Schlagnitweit (2009), S. 14.

⁶ Vgl. Aßländer (2011), S. 1.

⁷ Vgl. Eurosif (2011).

⁸ Vgl. Evangelische Kirche in Deutschland (2009), S. 8; vgl. Papst Benedikt XVI. (2009), Nr. 38, Nr. 67.

⁹ Vgl. Germanwatch e.V. et al. (2007).

¹⁰ Vgl. Deutscher Bundestag (2010); vgl. Deutscher Bundestag (2011), S. 1.

¹¹ Vgl. Germanwatch e.V. et al. (2007).

¹² Vgl. Dreblow (2005a), S. 5.

¹³ Vgl. Brodbeck (2006), S. 62; vgl. Gabriel (2008), S. 23; Sparkes (2002), S. 17-19; vgl. Tober/Vögele (2010), S. 6f.

¹⁴ Vgl. Schneeweiß (2002), S. 110; vgl. Sparkes (2002), S. 388-390.

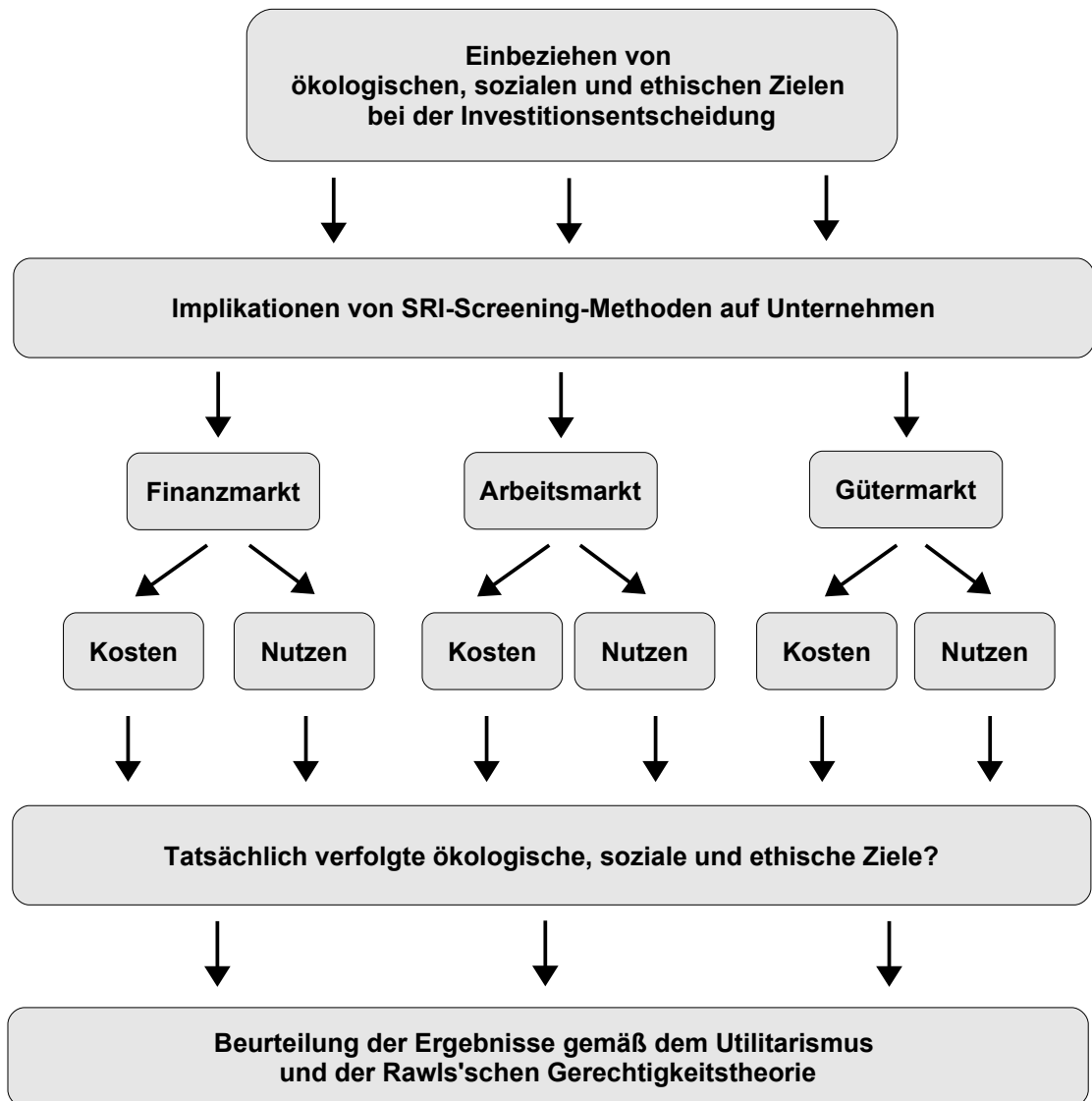


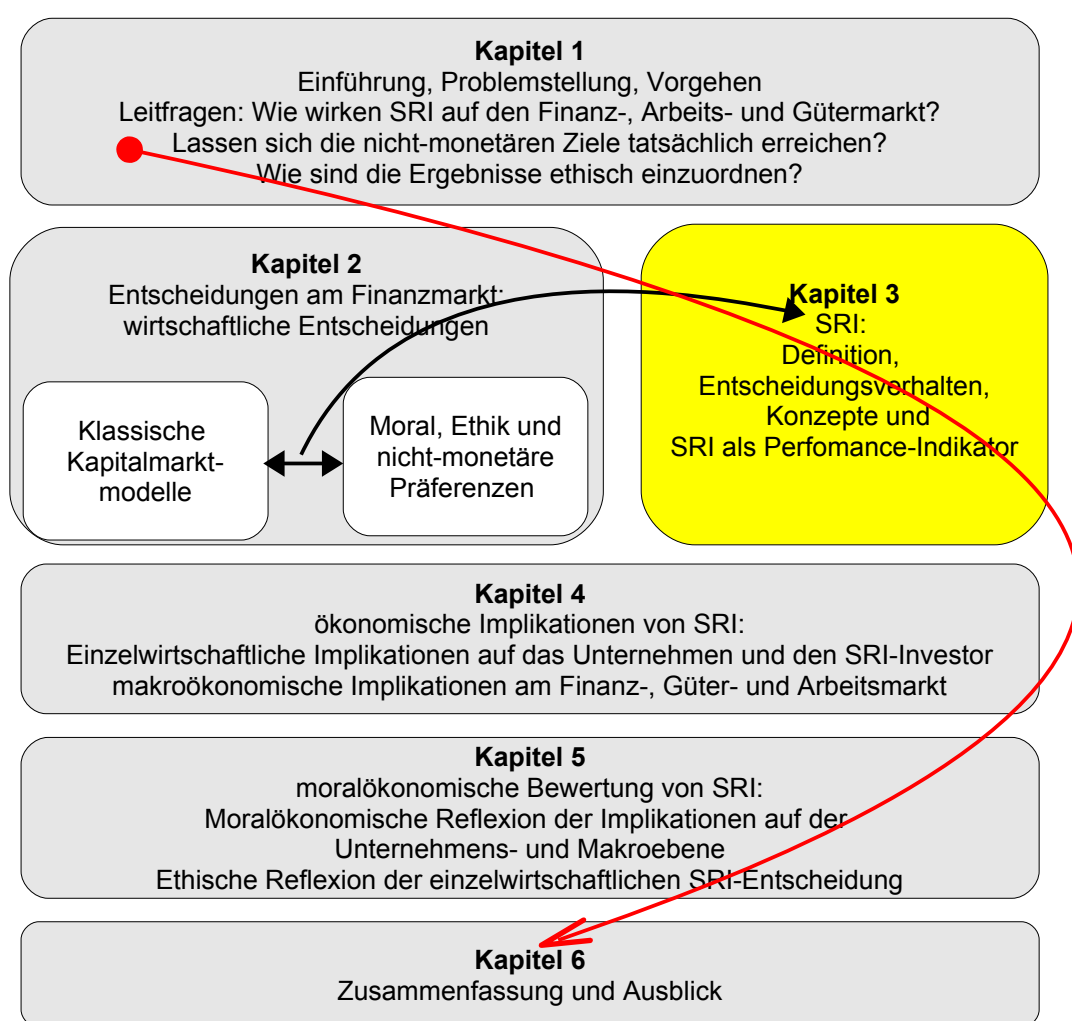
Abbildung 1: Problemstellung

Quelle: Eigene Darstellung

Eine Lücke in der Literatur besteht über die modelltheoretische Wirkung von SRI und der Kernfrage: „**Welche Implikationen ergeben sich modelltheoretisch aus dem Einbeziehen von zusätzlichen moralischen Zielen bei der Investitionsentscheidung am Finanz-, Güter- und Arbeitsmarkt, und wer erhält den Nutzen bzw. trägt die Kosten aus der Entscheidung nicht-monetäre Ziele in die Entscheidung über die Portfolioallokation einzubeziehen?**“ Hieraus ergibt sich die Frage: „**Wie lassen sich die ermittelten ökonomischen Erkenntnisse und die Entscheidung zugunsten von SRI in die Gerechtigkeitstheorien des Utilitarismus und nach Rawls einordnen?**“ Eine graphische Darstellung der Problemstellung findet sich in Abbildung 1.

1.2 Aufbau der Arbeit

Diese Arbeit verfolgt einen entscheidungstheoretischen Ansatz, nach welchem die Wirtschaftswissenschaften als angewandte Sozialwissenschaft verstanden werden und auf Handlungs- und Gestaltungsziele ausgerichtet sind.¹⁵ Dabei sollen Menschen in ihrem Handeln und den zugrunde liegenden Entscheidungen dahingehend unterstützt werden, ihre ökonomischen und moralischen Ziele zu erreichen. Dies bedarf einer Synthese aus präskriptiver, deskriptiver und normativer Entscheidungsforschung.¹⁶



● ➔ Roter Faden

Abbildung 2: Aufbau der Arbeit

Quelle: Eigene Darstellung

¹⁵ Vgl. Ulrich/Hill (1976), S. 309.

¹⁶ Vgl. Bamberg/Coenenberg/Krapp (2008), S. 1.

Zur Lösung der hier vorliegenden Problematik wird folgende Vorgehensweise gewählt: In Kapitel 2 wird das theoretische Fundament für SRI gebildet. In Kapitel 2.1 werden zunächst die nicht-monetären Aspekte Ethik, Moral und Moralität voneinander abgegrenzt und die für diese Analyse grundlegenden Theorien und Moralvorstellungen erörtert. Kapitel 2.2 stellt die rein monetären Theorien des Kapitalmarkts vor. Kapitel 2.3 gibt abschließend einen einführenden Überblick über das Entscheidungsverhalten von Individuen in wirtschaftlich und moralisch relevanten Situationen und bietet somit einen Rahmen, wie ökonomisches und moralisches Verhalten zusammengeführt werden kann.

Kapitel 3 basiert auf den theoretischen Überlegungen von Kapitel 2 und bringt diese in Form einer Synthese zu den SRI zusammen. Während in Kapitel 3.1 zunächst der Begriff SRI definiert und abgegrenzt wird, wird in Kapitel 3.2 die Entscheidung für SRI modelltheoretisch vorgestellt und eingeordnet. Kapitel 3.3 gibt einen Überblick über die bei SRI in der Praxis verwendeten Methoden und Strategien. Abschließend wird in Kapitel 3.4 erörtert, inwieweit SRI als Strategie zur Erhöhung der finanziellen Performance herangezogen werden kann.

In Kapitel 4 folgt eine modelltheoretische Analyse der durch das Einbeziehen verschiedener SRI-Kriterien entstehenden ökonomischen Implikationen. Kapitel 4.1 betrachtet den durch SRI induzierten Nutzen für die SRI-Investoren und Kapitel 4.2 die Implikationen auf das „bestrafte“ bzw. „geförderte“ Unternehmen. Kapitel 4.3 auf der Makroebene die Auswirkungen auf den Finanz-, Güter- und Arbeitsmarkt.

In Kapitel 5 findet sich eine moralökonomische Bewertung der SRI. Dabei werden zunächst in Kapitel 5.1 die Implikationen des SRI-Screenings auf der Unternehmenzebene und in Kapitel 5.2 auf der Makroebene nach den Gerechtigkeitstheorien des Utilitarismus und nach Rawls reflektiert. Kapitel 5.3 gibt einen abschließenden Überblick, wie die Entscheidung zu Gunsten SRI unter moralischen Gesichtspunkten verstanden werden kann.

Abgeschlossen wird die Arbeit mit Kapitel 6 und einer Zusammenfassung der gewonnen Erkenntnisse und einem Verweis auf weitere mögliche Forschungsansätze.

2. Grundlagen zum Entscheidungsverhalten am Finanzmarkt

2.1 Grundlagen der Ethik

Zunächst gilt es die Begriffe Moral, Ethos und Ethik voneinander abzugrenzen. Anschließend werden die Pflichtenethik und wichtige ethische Gerechtigkeitstheorien vorgestellt. Abschließend wird das umfassende und offene moralische Ziel der Nachhaltigkeit und die damit verbundene Corporate Social Responsibility (CSR) vorgestellt.

2.1.1 Abgrenzung von Moral, Ethos und Ethik sowie Wirtschaftsethik

Während sich die Ökonomie als Wissenschaft mit dem Sein beschäftigt, setzt sich die Ethik mit dem Sollen auseinander.¹⁷ Hierbei lassen sich Moral, Ethos und Ethik wie folgt definieren: Moral stammt vom lateinischen Wort *mores*¹⁸ und bedeutet „die Summe der tatsächlich geltenden Normen und Regeln einer Gesellschaft, wie sie [...] in Übereinstimmung als akzeptiert gelten kann“¹⁹. Menschen in einer Gemeinschaft einigen sich früher oder später auf Regeln, wie sie das Zusammenleben gestalten und miteinander umgehen. Dabei basieren Regeln auf Werten, die in einer Gesellschaft, Kultur oder Religion als wichtig angesehen werden.²⁰ Als sehr wichtig wahrgenommene Regeln werden zu Gesetzen und Rechten und können sanktioniert werden, andere Regeln sind lediglich Konventionen.²¹ Moralische Urteile sind zeit- und kontextabhängig, so dass neue moralische Probleme, wie z.B. Umweltschutz, Klimaschutz, neu entstehen können, da sie zuvor nicht bekannt waren.²²

Die Moral des einzelnen Menschen, die „innere Verpflichtung zum Guten“ wird als Ethos, Moralität bzw. Tugend bezeichnet.²³ Somit bezeichnet „Ethos [...] die Lebens- oder Arbeitsform, die man [...] subjektiv als wohl gelungen empfindet; Ethos bezieht sich auf die moralische Grundhaltung des Menschen, reflektiert [...] diese Werte, die sich als gelungen herausstellen, zumindest kodifiziert.“²⁴ Grundlage für eine Handlung gemäß der individuellen Moralvorstellung ist die Möglichkeit frei zu handeln, einen freien Willen zu beziehen sowie eine eigene Stellung beziehen zu können.²⁵ Ein wichtiger Unterschied des Ethos zur Moral ist, dass gemäß der Moralität gesell-

¹⁷ Vgl. Schumann (2011), S. 7f.

¹⁸ Vgl. Dietzfelbinger (2004), S.52.

¹⁹ Ebenda, S.52.

²⁰ Vgl. Goebel (2010), S. 9-11.

²¹ Vgl. Gabriel (2008), S. 24.

²² Vgl. Gabriel/Schlagintweit (2009), S. 49f.

²³ Vgl. Goebel (2010), S. 12.

²⁴ Dietzfelbinger (2004), S. 54.

²⁵ Vgl. Ulrich (2008), S. 23f.

schaftliche Regeln und Normen nicht anerkannt werden müssen und dagegen verstoßen werden kann. Der Zusammenhang zwischen Ethos und Moral besteht in der gegenseitigen Beeinflussung, so dass die inneren Haltungen Überzeugungen und Vorstellungen vom Guten sich an den Gesetzen, Sitten und Normen orientieren, diese aber auch wieder durch die Moralität beeinflusst werden und sich verändern.²⁶

„*Ethik* [...] bedeutet die kritische, methodisch angelegte Reflexion über Moral“²⁷ und Ethos.²⁸ Dabei versucht die normative „Ethik [...] unter der Voraussetzung der Differenz zwischen Faktizität und Ideal geleitet von der Idee eines sinnvollen Lebens des Menschen, Aussagen über das gute und gerechte Handeln des Menschen zu machen.“²⁹ Die deskriptive „Ethik reflektiert theoretisch über Erfahrungen der Praxis, über ausschlaggebende Werte und Normen, um die Ergebnisse dieser Überlegungen wieder in die Praxis einzuspeisen.“³⁰ Somit ist „Ethik [...] der Motor für moralischen Wandel“³¹ und stets zeit- und kontextgebunden.³²

SRI werden dem Themengebiet der Wirtschaftsethik zugeordnet und erfordern inter- und transdisziplinäre Kompetenzen. Die Aufgabe der Wirtschaftsethik ist es zu prüfen, welche Auswirkungen wirtschaftliche Rahmenbedingungen und wirtschaftliches Handeln auf Mensch, Natur und Gesellschaft haben.³³ Daher stellt sich gemäß der Individualethik die Frage, welche individuellen Handlungsmotive bzw. -ziele, also ethisch relevante Implikationen mit SRI beabsichtigt sind, die Folgen der Handlung abschätzbar und kalkulierbar sind.³⁴ Aufgabe der Wirtschaftsethik ist demzufolge die Reflexion der individuellen Handlungen sowie der wirtschaftlichen Abläufe und Strukturen, damit Missstände offen gelegt werden und konkrete Handlungsoptionen abgeleitet werden können.³⁵ Diese Arbeit beschäftigt sich mit den Implikationen einer moralisch geprägten Investitionstätigkeit auf der Mikroebene sowie ihren Implikationen auf die Mesoebene (Unternehmensebene) und auf die Makroebene (Ebene des gesamtwirtschaftlichen Systems).³⁶

²⁶ Vgl. Goebel (2010), S. 13.

²⁷ Schumann (2011), S. 8.

²⁸ Vgl. Ulrich (2008), S. 36.

²⁹ Dietzfelbinger (2004), S. 56.

³⁰ Ebenda, S. 56.

³¹ Gabriel (2008), S. 25.

³² Vgl. Ebenda, S. 25.

³³ Vgl. Ebenda, S. 25.

³⁴ Vgl. Gabriel/Schlagnitweit (2009), S. 51.

³⁵ Vgl. Ebenda, S. 55f.

³⁶ Vgl. Aßländer (2011), S. 4.

2.1.2 Ethische Grundmodelle

Zu den hier relevanten ethischen Grundmodellen gehören die Pflichtenethik sowie die Gerechtigkeitsmodelle des Utilitarismus und die Gerechtigkeitstheorie nach Rawls. Die Pflichtenethik, der der Kategorische Imperativ von Kant und die Diskursethik von Habermas zuzuordnen sind, zielt auf das ethische Handeln an sich ab. Also wie man sich ethisch korrekt verhält.³⁷ Die Gerechtigkeitsmodelle beschäftigen sich mit der Frage, was im ökonomischen Kontext unter der Annahme, dass jedes Individuum in Bezug auf die Ressourcenverteilung die gleiche Chance besitzt, als gerecht anzusehen ist.

2.1.2.1 Pflichtenethik

2.1.2.1.1 Kants Kategorischer Imperativ

„Der kategorische Imperativ ist [...]: handle nur nach derjenigen Maxime, durch die du zugleich wollen kannst, daß sie ein allgemeines Gesetz werde“³⁸. Allerdings kann sich beim kategorischen Imperativ das Problem ergeben, dass das Individuum die Regel nach egoistischen Vorstellungen missbraucht³⁹ und die Maxime gemäß der „praktische[n] Vernunft [...], das Interesse der Neigungen unter dem sinnlichen Prinzip der Glückseligkeit [zu] [...] verwalten“⁴⁰ anpasst, um sie am Eigennutz des Individuums auszurichten.⁴¹

Daher stellt Kant fest: „Im Reich der Zwecke hat alles entweder einen Preis oder eine Würde. Was aber einen Preis hat, an dessen Stelle kann auch etwas anderes Äquivalent gesetzt werden; was dagegen über allen Preis erhaben ist, mithin kein Äquivalent verstattet, das hat eine Würde“⁴². Dies bezieht Kant auf „die Goldene Regel: ‚Behandle andere so, wie Du selbst von ihnen behandelt werden willst‘“⁴³: „Handle so, dass sowohl in deiner Person, als in der Person eines jeden anderen, jederzeit zugleich als Zweck, niemals bloß als Mittel brauchest“⁴⁴. Hieraus erwächst für Kant die Pflicht eines jeden „[d]ie Würde des anderen zu achten“, dem anderen Gutes zu tun, Menschen in Not zu helfen und nicht zu betrügen. Für die ethische Reflexion an sich, sind für Kant nicht die Folgen, sondern lediglich die Absicht des

³⁷ Vgl. Knoepffler (2009), S. 39-43.

³⁸ Kant (1974a), S. 51.

³⁹ Vgl. Suchanek (2007), S. 171f.

⁴⁰ Kant (1974b), S. 251.

⁴¹ Vgl. Goebel (2010), S. 23.

⁴² Kant (1974a), S. 68.

⁴³ Ulrich (2008), S. 61.

⁴⁴ Kant (1974b), S. 140.

Handelns entscheidend:⁴⁵ „Wenn [...] die Handlung bloß wozu anderes, als Mittel, gut sein würde, so ist der Imperativ hypothetisch“⁴⁶. So entsprechen sämtliche Handlungen eines Individuums, die auf das Wohl eines anderen abzielen, weil sie in „eigennütziger Absicht geschehen“, dem hypothetischen Imperativ.⁴⁷

Die Vorteile dieser Ethik liegen insbesondere in der Möglichkeit, ethische Handlungsweisen zu objektivieren und klare Verhaltensregeln und -empfehlungen zu formulieren⁴⁸ sowie in der Einführung der Menschenwürde.⁴⁹ Die Problematik tritt bei moralischen Dilemmas oder Pflichtenkollisionen auf. Wenn aufgrund einer an sich unmoralischen Handlung größeres Leid verhindert werden kann, so ist die unmoralische an sich gemäß der Pflicht verboten – auch wenn man dadurch ein Leben rettet oder einen Mord verhindert – und daher zu unterlassen.⁵⁰

2.1.2.1.2 Diskursethik nach Habermas

„In der Diskursethik tritt an die Stelle des kategorischen Imperativs das Verfahren der moralischen Argumentation. Sie stellt den Grundsatz >D< auf, daß nur diejenigen Normen Geltung beanspruchen dürfen, die die Zustimmung aller Betroffenen als Teilnehmer eines praktischen Diskurses finden.“⁵¹ Demzufolge werden Normen nicht mehr wie bei Kant als gegeben hingenommen, sondern „es bietet sich der praktische Diskurs als Fortsetzung des konsensuellen Handelns mit anderen Mitteln an“⁵², wobei der „zwanglose Zwang des besseren Argumentes“⁵³ zum Tragen kommt und eine Rangfolge von moralischen Werten gebildet werden kann.⁵⁴ Demzufolge geht es in der Diskursethik um ein formales Moralprinzip, welches lediglich vorgibt, wie man zu den inhaltlich festgelegten Normen und Pflichten kommt.⁵⁵ Gemäß dieses Vorgehens „wird einer dem anderen Gründe dafür nennen, warum er wollen kann, daß eine Handlungsweise sozial verbindlich gemacht wird. Jeder Betroffene muß sich davon überzeugen können, daß die vorgeschlagene Norm unter den gegebenen Umständen für alle ‚gleichermaßen gut‘ ist. Und einen solchen Prozess nennen wir eben praktischen Diskurs.“⁵⁶

⁴⁵ Vgl. Goebel (2010), S. 23.

⁴⁶ Kant (1974a), S. 43.

⁴⁷ Vgl. Kant (1974a), S. 23.

⁴⁸ Vgl. Goebel (2010), S. 24.

⁴⁹ Vgl. Kluxen (1999), S. 162.

⁵⁰ Vgl. Noll (2002), S. 16-18.

⁵¹ Habermas (1991), S. 12.

⁵² Habermas (1981), S. 447.

⁵³ Habermas/Luhmann (1971), S. 137.

⁵⁴ Vgl. Schneeweiß (2002), S. 77.

⁵⁵ Vgl. Goebel (2010), S. 40.

⁵⁶ Habermas (1983), S. 81.

Kritische Anmerkungen zur Diskursethik: Die Diskursethik erfordert als Verfahren der Letztbegründung schon einen Konsens über sich selbst, so dass alleine schon die Teilnahme am Diskurs eine gewisse Moral voraussetzt und folglich nicht erst durch den Diskurs entstehen kann.⁵⁷ Zudem ist es in der Realität unmöglich zu gewährleisten, dass alle Betroffenen an der Kommunikation teilnehmen.⁵⁸ Ein weiteres Problem besteht darin, dass der Diskursethik keine Heuristik zugrunde liegt, wie man nach Lösungen für moralische Probleme sucht.⁵⁹ Außerdem ist nicht gewährleistet, dass sich infolge eines Konsens alle an die vereinbarte Norm halten.⁶⁰

Ein Vorteil der Diskursethik nach Habermas gegenüber des Kategorischen Imperativs ist die Möglichkeit, einen Anwendungsdiskurs zu führen und bestimmte Normen situations- und kontextabhängig aufzustellen, so dass die Folgen einer Handlung in den Prozess des Festlegens von Normen einbezogen werden können.⁶¹

2.1.2.2 Gerechtigkeitsmodelle

2.1.2.2.1 Utilitarismus

„Das utilitaristische Grundkonzept [...] sieht in der Maximierung des Gesamtnutzens ein höchstes Gut.“⁶² Demzufolge ergibt sich das Maximierungsproblem für den Gesamtnutzen einer Gesellschaft W in Abhängigkeit der Nutzen stiftenden Güter, Dienstleistungen und Werte Z_i mit $i=1,2,\dots,n$ aus der Summe der Einzelnutzen jedes Individuums U_i mit $i=1,2,\dots,n$ gemäß Gleichung (1):⁶³

$$\max W(Z_i) = \sum_{i=1}^n U_i(Z_i) \quad (1)$$

Dabei gilt Mills Auffassung: „Die Auffassung, für die die Nützlichkeit [...] die Grundlage der Moral ist, besagt, daß Handlungen insoweit und in dem Maße moralisch richtig sind, als sie die Tendenz haben Glück zu befördern“⁶⁴. Hierzu zählt auch eine innere, emotionale Befriedung, die nicht auf das eigene Wohl abzielt und als Nutzen steigernd anzusehen ist.⁶⁵ Das moralische Ziel der Steigerung des Gesamtnutzens

⁵⁷ Vgl. Apel (1988), S. 110.

⁵⁸ Vgl. Habermas (1983), S. 77.

⁵⁹ Vgl. Suchanek (2001), S. 141.

⁶⁰ Vgl. Habermas (1991), S. 135.

⁶¹ Vgl. Goebel (2010), S. 43.

⁶² Heinrichs (2006), S. 31.

⁶³ Vgl. Riley (2008).

⁶⁴ Mill (1987), S. 203.

⁶⁵ Vgl. Heinrichs (2006), S. 33, 38.

ergibt sich aus Benthams moralischer Aussage „the greatest happiness of the greatest number that is the measure of right and wrong“⁶⁶.

Die ethische Rechtfertigung für diesen Ansatz ergibt sich wie folgt: In einer fairen Lotterie mit je einem Los pro Teilnehmer über die Lebensumstände, in die er hineingeboren wird, kennen die Teilnehmer lediglich den Wert der Lotterie, also den aggregierten Gesamtnutzen, sowie den daraus und aus der Anzahl der Teilnehmer abgeleiteten erwarteten Durchschnittsnutzen. Folglich ist die Steigerung des erwarteten Nutzens nur über eine Steigerung des aggregierten Gesamtnutzens möglich.⁶⁷ Gemäß dem „purely moral principle that, in making basic moral judgements, we must give the same priori weight to the interest of all members of the society“⁶⁸, ist „in complete ignorance of what his own relative position (and the position of those near to this heart)“⁶⁹ die Steigerung des Gesamtnutzen die einzige Möglichkeit, dass eine gerechte Verteilung der Güter erzielt wird.⁷⁰

Kritisch gesehen wird das Miteinbeziehen von Verteilungswirkungen und der damit verbundene emotionale Nutzen in die Präferenzfunktion⁷¹ sowie das Aufsummieren eines auf subjektiven, nicht messbaren Präferenzen basierenden und somit nicht objektiv zu bewertenden Nutzens.⁷² Ein weiterer Kritikpunkt am Utilitarismus ist, dass der Nutzen eines Individuums mit den Nutzeneinbußen anderer Individuen verrechnet wird und diesen in der Summe letztlich aufwiegt. Dies hat zur Folge, dass sich der Nutzen durch die Lust am Leid des anderen und somit das Unmoralische als moralisch rechtfertigen lässt.⁷³ Dieser Umstand spiegelt sich insbesondere in der Kritik wider, dass im Utilitarismus alles miteinander verrechnet werden kann, was mit der Menschenwürde unvereinbar ist.⁷⁴ Ebenfalls kritisiert wird, dass Menschen mit einer geringen Lebensqualität ihre Präferenzen anpassen und folglich ein identisches Nutzenniveau als besser gestellte Menschen erreichen, obwohl es ihnen objektiv schlechter geht.⁷⁵

Allen Kritikpunkten und insbesondere dem letzten Kritikpunkt ist jedoch entgegen zu halten, dass der Utilitarismus eine ökonomische Grundlage für soziale Umverteilungen von Starken zu Schwachen liefert, wenn dies den Gesamtnutzen steigert.⁷⁶ Mo-

⁶⁶ Bentham (1992), S. 229.

⁶⁷ Vgl. Harsanyi (1978), S. 223-228.

⁶⁸ Harsanyi (1976), S. 10.

⁶⁹ Harsanyi (1953), S. 434f.

⁷⁰ Vgl. Ebenda, S. 435.

⁷¹ Ausführliche Diskussion in Kapitel 2.3.3.

⁷² Vgl. Heinrichs (2006), S. 33f, 38.

⁷³ Vgl. Suchanek (2007), S. 18.

⁷⁴ Vgl. Ebenda, S. 171.

⁷⁵ Vgl. Heinrichs (2006), S. 36.

⁷⁶ Vgl. Noll (2002), S. 19.

delltheoretisch wird dies insbesondere durch die Annahme eines steigenden Grenznutzens belegt.⁷⁷ Des Weiteren kann eine Annahme über aufgeklärte Individuen getroffen werden, die die Folgen ihres Handelns in ihre Entscheidung miteinbeziehen. Somit beziehen diese Individuen moralische Interessen und Normen, von denen alle profitieren in ihr Nutzenkalkül mitein und maximieren auf dieser Basis ihr Eigeninteresse.⁷⁸ Demzufolge kann auch die Menschenwürde als ein Wert, der den Gesamtnutzen der Gesellschaft steigert, in das utilitaristische Modell einbezogen werden.

2.1.2.2.2 Gerechtigkeitstheorie nach Rawls

Der Fairness-Gedanke von Rawls besagt, dass keiner einen Vorteil zu Lasten eines anderen haben soll.⁷⁹ Rawls Gerechtigkeitstheorie zielt auf einen Vertrag mit bestimmten Gerechtigkeitsprinzipien ab, dem in einem fiktiven Urzustand alle Betroffenen zustimmen.⁸⁰ Die entscheidende Annahme dabei lautet: So „kennt niemand seinen Platz in der Gesellschaft, seine Klasse oder seinen Status; ebensowenig seine natürlichen Gaben, seine Intelligenz, Körperkraft usw. [...] Die Menschen im Urzustand wissen auch nicht, zu welcher Generation sie gehören“⁸¹. Unter der Berücksichtigung der schlechtesten Position, die ein Mensch einnehmen kann,⁸² gilt es nun „to adopt the alternative the worst outcome of which is superior to the worst outcome of others“⁸³. Damit sich nun der höchste Nutzen im ungünstigsten Fall einstellt, kommt die Maximin-Regel zum Einsatz.⁸⁴ „Die Maximin-Regel ordnet die Alternativen nach ihren schlechtesten möglichen Ergebnissen: man soll diejenige wählen, deren schlechtestmögliches Ergebnis besser ist als das jeder anderen“⁸⁵. Das Maximierungsproblem ergibt sich folglich gemäß Gleichung (2) aus dem von den Gütern

Z_i abhängigen minimalen Nutzenniveau des Individuum i U_i :⁸⁶

$$\max \{ \min [U_i(Z_i)] \} \quad (2)$$

Demzufolge gilt „those who benefit least [...] have [...] a veto“⁸⁷ gegenüber allen möglichen Optionen, die sie schlechter stellen.

⁷⁷ Vgl. Harsanyi (1953), S. 435.

⁷⁸ Vgl. Goebel (2010), 62f.

⁷⁹ Vgl. Petersen (1993), S. 172.

⁸⁰ Vgl. Knoepffler (2009), S. 47.

⁸¹ Rawls (1979), S. 160.

⁸² Vgl. Bamberg/Coenenberg/Krapp (2008), S. 114.

⁸³ Rawls (1971), S. 153.

⁸⁴ Vgl. Laux (2007), S. 117.

⁸⁵ Rawls (1979), S. 178.

⁸⁶ Vgl. Bamberg/Coenenberg/Krapp (2008), S. 114.

⁸⁷ Rawls (1993), S. 282.

Die Kritik gegenüber Rawls Gerechtigkeitstheorie richtet sich insbesondere gegen die Annahmen des fiktiven Urzustand und des Schleiers des Nichtwissen, welche sich in der Realität, in der jeder Mensch bereits seine Position eingenommen hat, dem tatsächlichen eigeninteressierten Handeln gegenübersteht.⁸⁸ Ein weiterer Kritikpunkt nennt die mit der Maximin-Regel verbundenen Effizienzverluste sowie die Tatsache, dass die Orientierung am schlechtesten gestellten Individuum der Gesellschaft den Nutzen aller anderen schmälert.⁸⁹ Die Vorteile der Gerechtigkeitstheorie von Rawls sind zum einen, dass mit dem fiktiven Urzustand eine Grundlage geschaffen wird, nach der die moralische Entscheidung nachvollziehbar, folglich der Konsens über vereinbarte Normen transparenter wird und letztlich die vereinbarten Regeln überzeugender und verbindlicher werden.⁹⁰

2.1.3 Corporate Social Responsibility (CSR) im Sinne des moralischen Ziels einer nachhaltigen Entwicklung

Wie aus der Begriffsdefinition für eine nachhaltige Entwicklung durch die World Commission on Environment and Development (1987) und die Millenniums Entwicklungsziele der Vereinten Nationen aus dem Jahr 2003 hervorgeht, sind die Begriffe einer nachhaltigen Entwicklung und CSR eng miteinander verbunden. So versteht man unter einer nachhaltigen Entwicklung "a development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs. It contains within it two key concepts:

- the concept of 'needs', in particular the essential needs of the world's poor, to which overriding priority should be given; and
- the idea of limitations imposed by the state of technology and social organization on the environment's ability to meet the present and future needs."⁹¹

Nachhaltigkeit ist dabei als eine „Leitidee für politisches, soziales und wirtschaftliches Handeln“ zu verstehen, dessen Begriff und Inhalt über die politischen und wirtschaftlichen Maßnahmen umstritten ist, und somit große Parallelen zur Gerechtigkeit aufweist. So besteht vordergründig ein breiter Konsens darüber, dass etwas gerecht und nachhaltig sein sollte, wenngleich es kein Einverständnis auf konkrete Maßnahmen gibt.⁹² Da man ex ante jedoch nicht weiß, was wirklich nachhaltig ist, ist

⁸⁸ Vgl. Knoepffler (2009), S. 47f.

⁸⁹ Vgl. Heinrichs (2006), S. 54, S. 57f.

⁹⁰ Vgl. Priddat (2005), S. 234.

⁹¹ World Commission on Environment and Development (1987), S. 43.

⁹² Vgl. Wagner (2008), S. 507.

Nachhaltigkeit ein weicher Begriff, der einen spekulativen Suchprozess gesellschaftlicher und wirtschaftlicher Entwicklung mit offenem Ausgang darstellt.⁹³ „Sustainability is a form of ongoing inquiry. This perspective treats sustainability as a provisional goal. [...] Sustainable development is a process of learning in which action is shaped by goals and goals are revised in the light of experience. The commitment to sustainability is understood as a commitment to this process, rather than to fixed conception of the goal“⁹⁴.

Die Nachhaltigkeit steht dabei auf drei Säulen mit den gleichrangigen Zielen Ökologie, Gesellschaft/Soziales und Ökonomie⁹⁵ und ist aufgrund der Verantwortung für künftige Generationen und wirtschaftlich Benachteiligte aus moralischer Sicht auch mit einer Werteentscheidung verbunden. In der Realität sind die drei Nachhaltigkeitsziele nicht immer konfliktfrei zu erreichen, so dass sie ein ethisch zu lösendes (und moralisch unlösbares) Trilemma darstellen. Ein Beispiel für ein solches Trilemma ist die Frage, ob Nahrungsmittel wie Weizen als Biotreibstoff eingesetzt werden sollen. Dies wirkt sich einerseits positiv auf die Umwelt aus, verteuert aber andererseits den Preis für Grundnahrungsmittel und kann letztlich das Hungerproblem in der Welt verschlimmern.⁹⁶

Die Vereinten Nationen nehmen mit den aus den Nachhaltigkeitszielen abgeleiteten Millennium-Entwicklungsziele die Unternehmen in die Verantwortung und fordern: „Private businesses, in addition to supporting anticorruption measures, should support the Millennium Development Goals in a variety of other ways: through corporate philanthropy, technology transfers, greater foreign investment in countries at the margins of the international system and differential pricing of goods and services for countries with low incomes and low human development. [...] Moreover, corporations must demonstrate ethical behaviour: respecting human rights, refraining from corruption and abiding by basic proscriptions against forced and child labour and environmental destruction.“⁹⁷ Auf dieser Basis definiert die Europäische Kommission: „Most definitions of corporate social responsibility describe it as a concept whereby companies integrate social and environmental concerns in their business operations and in their interaction with their stakeholders on a voluntary basis. [...] Being socially responsible means not only fulfilling legal expectations, but also going beyond com-

⁹³ Vgl. Flotow (2008). S. 295f.

⁹⁴ Laws et al. (2004), S. 253f.

⁹⁵ Es geht an dieser Stelle nicht um die nachhaltige Entwicklung eines Unternehmens sondern um die der Menschheit, so dass das ökonomische Ziel keinesfalls mit dem Gewinnstreben des Unternehmens gleichzusetzen ist und diesem sogar gegenüberstehen kann.

⁹⁶ Vgl. Gabriel (2008), S. 27f.

⁹⁷ United Nations Development Report (2003), S. 23f.

pliance and investing “more” into human capital, the environment and the relations with stakeholders.“⁹⁸

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass sich Vertreter der Menschheit in einem praktischen Diskurs auf die allgemein verbindliche Maxime geeinigt haben, dass wirtschaftliche Abläufe dem Gemeinwohl und nicht nur dem Eigeninteresse der handelnden Akteure dienen sollen. Gemäß dieser Definition ist von der „Ansicht, dass ethische Wertvorstellungen eine Frage subjektiver Entscheidungen sind [...] Ethik ist letztlich eine Frage des Geschmacks“⁹⁹ abzusehen. Denn es muss „ein Unterschied zwischen jenen Bereichen der Ethik gemacht werden [...], in denen Fragen des persönlichen Lebensstils behandelt werden, und jenen Bereichen, in denen Ethik grundlegende Normen des Miteinanderlebens aller Menschen benennt [...] und in denen die These der Subjektivität von Ethik Grenzen findet. Hier [bei einer nachhaltigen Entwicklung] geht es um existenzielle Fragen wie das friedliche Zusammenleben der Menschen, die Verteilung von Lebenschancen und die Bewahrung von Lebensgrundlagen. Solche Fragen können nicht dem persönlichen Geschmack überlassen werden.“¹⁰⁰ Wenn bei einer nachhaltigen Entwicklung die Wirtschaft dem Gemeinwohl dient, wird gemäß dem utilitaristischen Grundgedanken der Gesamtnutzen der Menschheit gefördert. Außerdem zielt die nachhaltige Entwicklung darauf ab, „dass Menschen ohne existenzielle Not und in Würde leben können“¹⁰¹, so dass auch der Rawls'schen Gerechtigkeitstheorie Rechnung getragen wird. Dabei stellt die Nachhaltigkeit ein moralisches Ziel dar, dessen Wert in seiner moralischen Bedeutung und ethischen Rechtfertigung liegt, und eben nicht in seiner materiellen Produktion für die Menschen.¹⁰² Das am moralischen Ziel der Nachhaltigkeit ausgerichtete Handeln eines Unternehmens nennt man CSR und ist in den 10 Prinzipien des United Nations (UN) Global Compact wiederzufinden, welche die Unternehmen dazu anhält, die Menschenrechte, Rechte der Arbeitnehmer, den Arbeitsschutz, den Umweltschutz sowie die Bekämpfung der Korruption zu achten, dafür einzutreten und zu fördern.¹⁰³

⁹⁸ Commission of the European Communities (2001), S. 6.

⁹⁹ Schneeweiß (2002), S. 73.

¹⁰⁰ Ebenda, S. 74.

¹⁰¹ Gabriel/Schlaginitweit (2009), S. 55.

¹⁰² Vgl. Bromley (2008).

¹⁰³ Vgl. United Nations Global Compact (2011).

2.2 Kapitalmarkttheorien

Bei der klassischen Finanzanlage wird die Anlageentscheidung anhand der Determinanten Risiko, Ertrag und Liquidität getroffen.¹⁰⁴ Die neoklassische Finanztheorie basiert auf den Annahmen effizienter Märkte, dem Trade-Off zwischen Rendite und Risiko sowie der Arbitragefreiheit.¹⁰⁵ Die erstgenannte Annahme, die sogenannte Efficient Markets Hypothesis (EMH), wurde unabhängig voneinander von Samuelson (1965) und Fama (1965a, 1965b, 1970) entwickelt. Die zweite Annahme wird in der Portfolio-Theorie von Markowitz (1952, 1959) und Tobin (1958) sowie dem darauf aufbauenden Capital Asset Pricing Modell (CAPM) von Sharpe (1964), Lintner (1965) und Mossin (1966) modelltheoretisch beschrieben. Die zuletzt genannte Annahme lässt sich mit dem von Black und Scholes (1973) entwickelten Optionspreismodell und dem von Cox, Ross und Rubinstein (1979) stammenden Binominalmodell belegen.

2.2.1 Informationseffiziente Märkte – Efficient Markets Hypothesis (EMH)

Einleitend sei darauf hingewiesen, dass „the value of an asset comes from future its payoff, which extends over time and is uncertain“¹⁰⁶. Folglich ergibt sich der Wert eines Assets K_i aus der Summe der mit dem Zinssatz i diskontierten auf den Zeitraum t erwarteten, unsicheren Auszahlungen $E(A_{i,t})$, so dass Gleichung (3a) bzw. bei einer konstanten erwarteten, unsicheren Auszahlung $E(A_i)$ Gleichung (3b) ergibt.¹⁰⁷ Der Aktienkurs entspricht also dem Barwert der erwarteten Auszahlungen.¹⁰⁸

$$K_i = \sum_{t=1}^T \frac{E(A_{i,t})}{(1+i)^t} \quad (3a)$$

$$K_i = \frac{E(A_i)}{i} \quad (3b)$$

Die erwarteten Auszahlungen $E(A_{i,t})$ werden dabei gemäß der klassischen Portfoliotheorie aus Informationen auf Basis einer Fundamentalanalyse gewonnen. Diese Fundamentalanalyse basiert auf allgemeinen wirtschaftlichen, branchen- und unternehmensspezifischen Aspekten, die die Chancen und Risiken des Marktumfeldes

¹⁰⁴ Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 252.

¹⁰⁵ Vgl. Ross (2008).

¹⁰⁶ Wang (2008).

¹⁰⁷ Vgl. Kruschwitz/Husmann (2010), S.54-57.

¹⁰⁸ Vgl. Ebenda, S. 74.

des, in dem sich das Unternehmen befindet, sowohl in quantitativer als qualitativer Form miteinbezieht.¹⁰⁹

„A market in which prices always ‚fully reflect‘ available information is called ‚efficient‘.“¹¹⁰ Dies wird damit begründet, dass Investoren ihre Anlageentscheidung auf Basis der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und ihrer persönlichen Situation treffen, welche sich dann als das durchschnittliche Informationsset eines Investors zwangsläufig im Marktpreis widerspiegeln.¹¹¹ So verkauft ein Investor ein aus seiner Sicht überbewertetes Wertpapier und kauft ein aus seiner Sicht unterbewertetes Wertpapier.¹¹² Die erwartete, unsichere, diskret berechnete stetige Rendite

$E(r_{i,t})$ für den Zeitraum von t bis $t+1$, ergibt sich laut der EMH gemäß Gleichung (4) aus dem Quotienten des erwarteten Assetpreises – $E(K_{i,t+1})$ – basierend auf den zur Verfügung stehenden Informationen I_t – sowie dem aktuellen Assetpreis $K_{i,t}$:¹¹³

$$E(r_{i,t}) = \frac{E(K_{i,t+1}|I_t)}{K_{i,t}} \quad (4)$$

Am Kapitalmarkt lassen sich eine strenge, mittelstrenge und schwache Form der Informationseffizienz unterscheiden.¹¹⁴ Gemäß der schwachen Form der Informationseffizienz beinhaltet I_t alle Informationen aus vergangenen Kursen. Dies bedeutet, dass Kursbewegungen unabhängig von der Vergangenheit sind und sich folglich mit Hilfe einer Chartanalyse keine gewinnbringende Prognose erreichen lässt. Gemäß der mittelstrengen Form der Informationseffizienz beinhaltet I_t alle öffentlich zugänglichen Informationen, so dass sich mit Informationen aus den Medien und Jahresberichte keine Outperformance erzielen lässt. Gemäß der strengen Form der Informationseffizienz beinhaltet I_t alle denkbaren Informationen. Folglich lassen sich auch mit Insiderinformationen keine Überrendite erzielen.¹¹⁵

Entsprechend der Informationseffizienz entwickelt sich der Aktienkurs gemäß der Random-Walk Theorie, d.h. die Änderungen des Aktienkurses sind unabhängig voneinander.¹¹⁶ Folglich lässt sich aus dem Aktienkurs der Vergangenheit nicht der zukünftige Aktienkurs voraussagen. Der Aktienkurs $K_{i,t+1}$ setzt sich somit aus dem

¹⁰⁹ Vgl. Steiner/Bruns (2007), S. 231-242.

¹¹⁰ Fama (1970), S. 383.

¹¹¹ Vgl. Fama (1965b), S. 56.

¹¹² Vgl. Steiner/Bruns (2007), S. 41f.

¹¹³ Vgl. Ross (2008).

¹¹⁴ Vgl. Fama (1970), S. 383.

¹¹⁵ Vgl. Roberts (1959), S. 3-8; vgl. Fama (1970), S. 383; vgl. Steiner/Bruns (2007), S. 39.

¹¹⁶ Vgl. Fama (1965a), S. 35.

Aktienkurs K_0 zu Beginn des Betrachtungszeitraums und allen daraufhin folgenden zufälligen Änderungsraten ϵ_t des Zeitraums von $t=0$ bis $t+1$ zusammen – formal dargestellt in Gleichung (5). Dabei hat ϵ_t den Erwartungswert null und ist entweder wirklich eine zufällige Änderungsrate oder basiert auf anderen, fundamentalen Faktoren, die sich als neue Informationen im neuen Kurs widerspiegeln:¹¹⁷

$$K_{t+1} = K_0 + \sum_{t=0}^{t+1} \epsilon_t \quad (5)$$

Demzufolge lassen sich am Kapitalmarkt mit bereits vorhersehbaren Entwicklungen keine Kurssteigerungen erzielen, da diese Informationen bereits im aktuellen Kurs enthalten sind, so dass Kapitalmärkte als informationseffizient anzusehen¹¹⁸ und Arbitragemöglichkeiten auszuschließen sind.¹¹⁹

2.2.2 Trade-Off zwischen Rendite und Risiko

Der Trade-Off zwischen Rendite und Risiko lässt sich in zwei Schritte unterteilen. Erstens die Bestimmung der Rendite-Risiko-Parameter und zweitens die Bestimmung einer möglichst optimalen Zusammensetzung bzw. Diversifikation des Portfolios.¹²⁰ Da der erste Schritt im CAPM von Sharpe (1964), Lintner (1965) und Mossin (1966) modelltheoretisch auf dem zweiten – der von Tobin (1958) erweiterten Portfoliotheorie nach Markowitz (1952) – basiert, wird der zweite Schritt dem ersten hier vorweggenommen.

2.2.2.1 Portfoliotheorie

Die moderne Portfoliotheorie beschäftigt sich mit der Frage, wie sich ein Portfolio – die zusammengefassten Vermögenstitel eines Investor – bezüglich der Rendite-Risiko-Konstellation möglichst optimal zusammenstellen bzw. diversifizieren lässt. Der Anleger präferiert eine möglichst hohe erwartete Rendite und ein möglichst geringes Risiko, wählt aus einem Investment-Opportunity-Set (IOS) gegebene risikobehafteten Assets i mit $i=1,2,\dots,n$ der zufälligen Rendite $\tilde{r}_i$ aus und investiert sein komplettes Vermögen. Für ein Asset i aus dem IOS ergibt sich die erwartete Rendite $\mu_i = E[\tilde{r}_i]$, das Risiko als Standardabweichung der erwarteten Renditen $\sigma_i = SD[\tilde{r}_i]$ sowie die paarweise Korrelationskoeffizienten $\rho_{i,j}$ des Assets i und

¹¹⁷ Vgl. Fama (1965b), S. 57-59; vgl. Steiner/Bruns (2007), S. 40f.

¹¹⁸ Vgl. Samuelson (1965), S. 41; vgl. Roberts (1959), S. 3-8.

¹¹⁹ Vgl. Wang (2008).

¹²⁰ Vgl. Markowitz (1952), S. 77.

des Assets j mit $j=1,2,\dots,n$. Der Korrelationskoeffizient $\rho_{i,j}$ setzt sich aus der Kovarianz der unsicheren Renditen der Assets i und j $Cov[\tilde{r}_i, \tilde{r}_j]$ sowie der Standardabweichung $\sigma_i = SD[\tilde{r}_i] = \sqrt{Var[\tilde{r}_i]}$ und $\sigma_j = SD[\tilde{r}_j] = \sqrt{Var[\tilde{r}_j]}$ laut Gleichung (6) zusammen:¹²¹

$$\rho_{i,j} = \frac{Cov[\tilde{r}_i, \tilde{r}_j]}{\sqrt{Var[\tilde{r}_i]}\sqrt{Var[\tilde{r}_j]}} \quad (6)$$

Die erwartete Rendite des Portfolios μ_p ergibt sich folglich aus den mit den Portfolioanteilen x_i gewichteten erwarteten Einzelrendite μ_i gemäß Gleichung (7):

$$\mu_p = \sum_{i=1}^n x_i \mu_i \quad (7)$$

Das Risiko, ausgedrückt als die Varianz des Portfolios σ_p^2 ergibt sich aus den mit den Portfolioanteilen x_i gewichteten Einzelvarianzen der unsicheren Rendite der Assets i $Var[\tilde{r}_i] = \sigma_i^2$ und der Summe der mit den Portfolioanteilen x_i und x_j gewichteten Kovarianz der unsicheren Renditen der Assets i und j $Cov[\tilde{r}_i] = \sigma_{i,j}$, so dass Gleichung (8) gilt:¹²²

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n (x_i^2 \sigma_i^2) + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n (x_i x_j \sigma_{i,j}) \quad (8)$$

In einem Modell ohne Steuern sowie mit beliebig teilbaren Wertpapieren und einem Betrachtungszeitraums von einer Periode¹²³ gilt es zum Zeitpunkt der Geldanlage aus gegebenen erwarteten Rendite-Risiko-Konstellationen der einzelnen Assets die Zusammensetzung von effizienten Portfolios zu ermitteln – vergleiche Abbildung 3. Aus einzelnen Assets des IOS – hervorgehoben sind die Einzelanlagen a, b, c und d – lassen sich unterschiedliche Portfolios erzeugen. Die Rauten A, B, C und D stellen vier der unendlich vielen möglichen Portfolios dar. Dabei dominieren in Bezug auf die Rendite-Risiko-Konstellationen die Portfolios A und B die Portfolios C und D, da sich mit dem gleichen bzw. einem geringeren Risiko eine höhere Rendite¹²⁴ bzw. mit einem geringeren Risiko eine gleich hohe Rendite¹²⁵ erzielen lässt. Ein Portfolio gilt dann als effizient, wenn es von keinem anderen Portfolio dominiert wird. Effiziente Portfolios liegen auf der Effizienzkurve. Ihr ansteigender Verlauf besagt, dass eine höhere erwartete Rendite ein höheres Risiko voraussetzt. Das Portfolio mit

¹²¹ Vgl. Ebenda, S. 77-80.

¹²² Vgl. Elton et al. (2007), S. 53-57.

¹²³ Vgl. Steiner/Bruns (2007), S. 8.

¹²⁴ A und B dominieren C, und B dominiert D.

¹²⁵ A dominiert B.

dem geringsten Risiko – das minimale Varianz Portfolio (MVP) – befindet sich am linken Rand der Effizienzkurve.¹²⁶

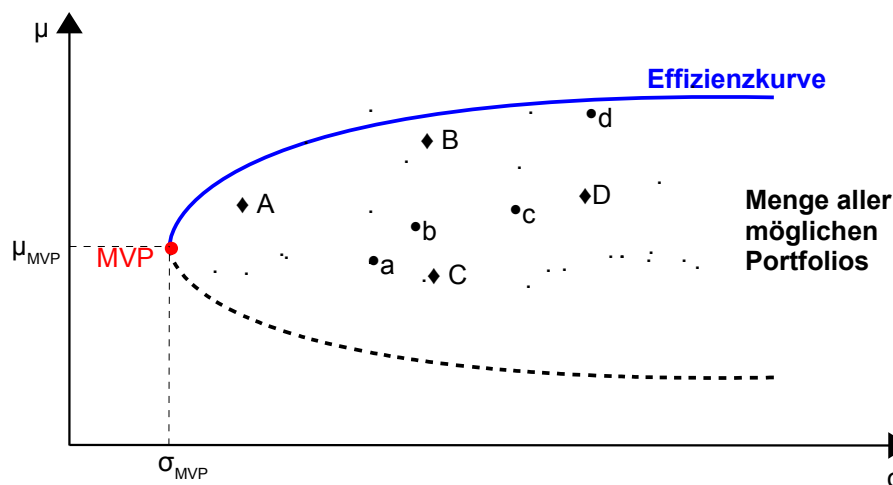


Abbildung 3: Portfolio

Quelle: in Anlehnung an Spremann (2010), S. 215 und S. 218

Formal wird dabei das Maximierungsproblem unter den Nebenbedingungen (u.d.N.) – Gleichung (9) – bzw. das Minimierungsproblem – Gleichung (10) – unter den entsprechenden Nebenbedingungen gelöst:

$$\begin{aligned} \max \quad & \mu_p(x_1, x_2, \dots, x_n) \\ \text{u.d.N.:} \quad & \sigma_p(x_1, x_2, \dots, x_n) \\ & \sum_{i=1}^n x_i = 1 \end{aligned} \quad (9)$$

bzw.

$$\begin{aligned} \min \quad & \sigma_p(x_1, x_2, \dots, x_n) \\ \text{u.d.N.:} \quad & \mu_p(x_1, x_2, \dots, x_n) \\ & \sum_{i=1}^n x_i = 1 \end{aligned} \quad (10)$$

Dies ergibt nach Ermittlung der Zusammensetzung des MVP mit der erwarteten Mindestrendite μ_{MVP} und dem dazugehörigen Mindestrisiko des Portfolio

$\sigma_{MVP}^2 = a/b$ die Effizienzkurve μ_p in Abhängigkeit der Varianz des Portfolios σ_p^2 – siehe Gleichung (11). Die Parameter a und b ergeben sich aus den Varianzen und Kovarianzen der im Portfolio enthaltenen Assets j:^{127, 128}

¹²⁶ Vgl. Spremann (2010), S. 214-218.

¹²⁷ Vgl. Ebenda, S. 220-222; vgl. Spremann (2002), S. 519-524.

¹²⁸ Die Form der Effizienzkurve ist hier stark vereinfacht dargestellt und gegenüber Spremann (2002) nicht nach σ_p , sondern nach μ_p aufgelöst.

$$\mu_p = \mu_{MVP} + \sqrt{-a + b\sigma_p^2} \quad (11)$$

$$\text{mit: } \sigma_p^2 \geq \frac{a}{b}$$

Das optimale, nutzenmaximale Portfolio eines Anlegers befindet sich im Tangentialpunkt T der höchstmöglichen Isonutzenkurve U_2 und der Effizienzkurve bei der erwarteten Rendite μ_T und dem dazugehörigen Portfoliorisiko σ_T . Dabei steigt bei einem risikoaversen Investor das Nutzenniveau nach links oben an – siehe Abbildung 4. Es gilt somit: $U_1 > U_2 > U_3$. Dies bedeutet, dass der Anleger eine höhere Rendite bei gleichem Risiko bzw. ein geringeres Risiko bei gleicher Rendite präferiert. Um das optimale Portfolio, also den Tangentialpunkt T ermitteln zu können, muss die individuelle Nutzenfunktion des Anlegers bekannt sein.^{129, 130}

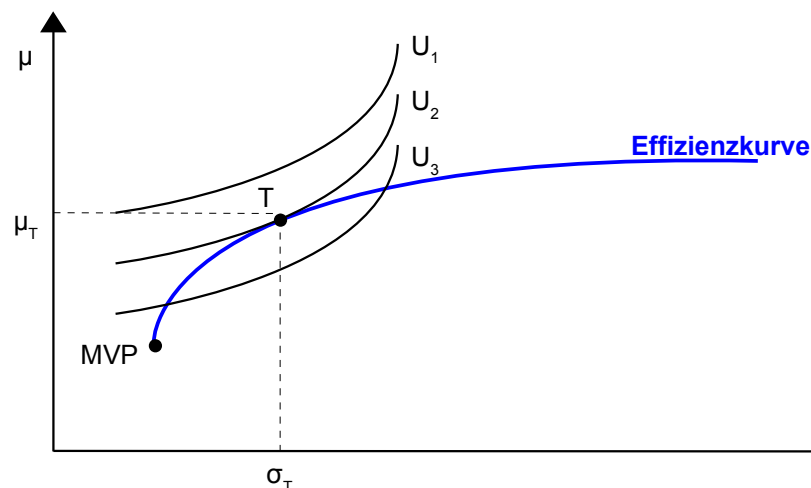


Abbildung 4: optimales Portfolio bei Markowitz (1952)

Quelle: in Anlehnung an Steiner/Bruns (2007), S. 13

Die vom risikoaversen Investor zu maximierende Nutzenfunktion U_i in Abhängigkeit von der erwarteten Rendite μ und der Standardabweichung σ setzt sich gemäß Gleichung (12) aus den beiden genannten Faktoren sowie den Faktoren c und d , welche die Rendite-Risiko-Präferenzen des Investor beschreiben, zusammen:¹³¹

$$U_i(\mu, \sigma) = c\mu - d(\sigma^2 + \mu^2) \quad (12)$$

Eine Erweiterung der Portfolio-Theorie um eine risikolose Rendite r_f unter der Annahme homogener Erwartungen und vollkommener Marktbedingungen stammt von

¹²⁹ Vgl. Steiner/Bruns (2007), S. 12.

¹³⁰ Von einer formalen Herleitung dieses Sachverhaltes kann an dieser Stelle aufgrund von Relevanzgründen für den weiteren Verlauf der Arbeit abgesehen werden.

¹³¹ Vgl. Laux (2007), S. 203f.

Tobin (1958) und resultiert in der Einführung einer Effizienzgeraden, die durch den Tangentialpunkt M bei der erwarteten Rendite μ_M und dem dazugehörigen Portfolio-Risiko σ_M führt und diesen mit der risikofreien Rendite r_f verbindet – siehe Abbildung 5. Der Tangentialpunkt M spiegelt das Marktportfolio wider, das alle Wertpapiere enthält. Ist der Investor risikoaverser als der durchschnittliche Investor im Tangentialpunkt M, so legt er einen Teil seines Vermögens zum risikolosen Zinssatz r_f und den anderen Teil zum Marktportfolio mit der entsprechenden Risiko-Rendite-Kombination an. Durch diese Kombination seiner Anlage kann der Investor bei gleichem Risiko in Punkt A' eine höhere Rendite als in Punkt A erzielen. Ist der Investor hingegen risikofreudiger als der Markt, so nimmt er zum risikolosen Zinssatz r_f einen Kredit auf und investiert diesen Betrag in das Marktportfolio M, so dass er bei gleichem Risiko wie in Punkt B die höhere Rendite B' realisieren kann. Demnach entspricht die Effizienzgerade – auch als Kapitalmarktklinie bzw. Capital Market Line (CML) bezeichnet – allen effizienten Kombinationen aus dem risikofreien Zinssatz r_f und dem Marktportfolio M.¹³²

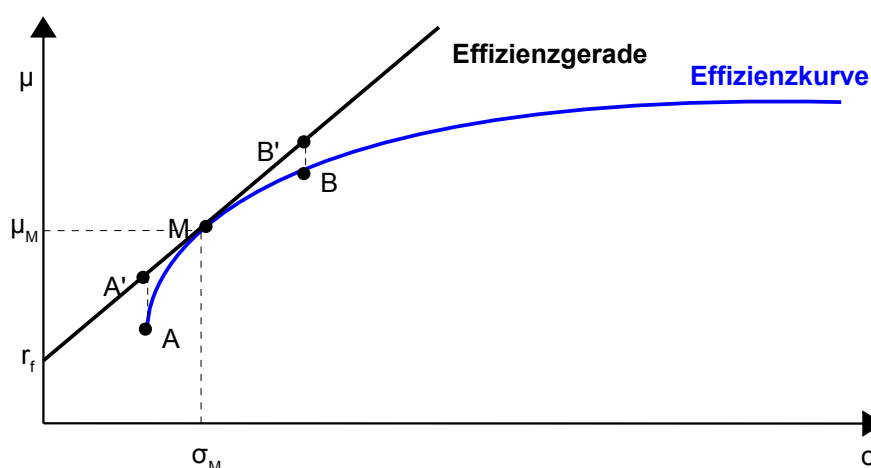


Abbildung 5: optimales Portfolio bei Tobin (1958)

Quelle: in Anlehnung an Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 263

Formal setzt sich die CML gemäß Gleichung (13) aus dem risikolosen Zinssatz r_f und der mit dem Portfoliorisiko σ_p multiplizierten Austauschverhältnis von Rendite und Risiko des Marktportfolios $(\mu_M - r_f)/\sigma_M$ – auch als Marktrisiko­prämie bezeichnet – zusammen.¹³³

$$\mu_p = r_f + \frac{\mu_M - r_f}{\sigma_M} \sigma_p \quad (13)$$

¹³² Vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 263f.

¹³³ Vgl. Hillier/Grinblatt/Titman (2008), S. 142f.

2.2.2.2 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Ziel des CAPM ist es, die erwartete Rendite μ_i eines Assets i zu bestimmen. Hierfür wird angenommen, dass gemäß der Erweiterung der Portfolio-Theorie nach Tobin (1958) jeder Investor sein Portfolio aus einer Kombination aus einer risikolosen Anlage bzw. Kreditaufnahme und dem perfekt diversifizierten Marktportfolio zusammenstellt. Die erwartete Rendite eines Wertpapiers μ_i ergibt sich gemäß Gleichung (14) aus dem risikolosen Zinssatz r_f und der mit dem Faktor β_i gewichteten erwarteten Marktrisikoprämie $\mu_M - r_f$:

$$\mu_i = r_f + \beta_i (\mu_M - r_f) \quad (14)$$

Der Gewichtungsfaktor β_i , welcher der Steigung der CML entspricht, setzt sich aus der Kovarianz zwischen der Einzelanlage und des Marktportfolios $\sigma_{i,M}$ sowie der Varianz des Marktportfolios σ_M^2 zusammen – siehe Gleichung (15):¹³⁴

$$\beta_i = \frac{\sigma_{i,M}}{\sigma_M^2} \quad (15)$$

Demzufolge ergibt sich der Wert eines Wertpapiers $K_{i,t}$, wie in Gleichung (16) in diskreter Schreibweise dargestellt, aus dem erwarteten Wertpapierpreis $E(K_{i,t+1})$ diskontiert um den risikoangepassten Zinssatz μ_i :

$$K_{i,t} = \frac{E(K_{i,t+1})}{1 + \mu_i} = \frac{E(K_{i,t+1})}{1 + r_f + \beta_i (\mu_M - r_f)} \quad (16)$$

Diese Art der hier dargestellten einperiodischen Diskontierung lässt sich problemlos auf mehrere Perioden erweitern.¹³⁵

2.2.3 Arbitrage

Mit dem Optionspreismodell von Black und Scholes (1973) lässt sich der Wert einer Kauf- bzw. Verkaufsstrategie bestimmen. Das Binominalmodell von Cox, Ross und Rubinstein (1979) dient dazu, situationsabhängige Optionspreise verschiedener Handelsstrategien zu ermitteln. Das Ziel ist zum einen, den Preis bzw. Wert von möglichen Arbitragemöglichkeiten zu bestimmen und zum anderen Konstellationen aufzuzeigen, in denen Arbitragemöglichkeiten entstehen. Hierbei ist unter einer Arbitragemöglichkeit „an investment strategy that guarantees a positive pay-off in some

¹³⁴ Vgl. Brennan (2008).

¹³⁵ Vgl. Franke/Hax (2009), S. 358-260.

contingency with no possibility of a negative pay-off and with no net investment”¹³⁶
zu verstehen, welche auch „free lunch“ bezeichnet wird.¹³⁷

2.2.3.1 Optionspreismodell

„A 'European-type call (put) option is a security that gives its owner the right to buy (sell) a specified quantity of a financial or real asset at a specified price, the 'exercise price', on a specified date, the 'expiration date'. An American-type option provides that its owner can exercise the option on or before the expiration date.“¹³⁸

Der zukünftige Preis eines Assets i zum Zeitpunkt 0 $F_{i,0}$ ergibt sich – in einem Marktumfeld ohne Transaktionskosten und Dividendenauszahlungen, gleichen Steuersätzen für Investoren, der Möglichkeit Geld zu einem risikolosen Zinssatz aufnehmen und verleihen sowie Leerverkäufe tätigen zu können und der Annahme der Arbitragefreiheit, welche bedeutet, dass Arbitragemöglichkeiten ausgenutzt werden, sobald diese auftreten – aus dem aktuellen Spot-Preis $S_{i,0}$, der zum risikolosen Zinssatz r_f über den Zeitraum bis zum Liefertermin T kontinuierlich aufgezinst wird. Es gilt somit Gleichung (17):¹³⁹

$$F_{i,0} = (S_{i,0}) \exp^{(r_f)T} \quad (17)$$

Der Preis einer Option hängt hierbei vom Underlying, also dem zu Grunde gelegten Asset ab. Da es sich bei Optionen um Null-Summen-Spiele handelt und somit keine Arbitragemöglichkeiten bestehen, gewinnt ein Investor genau jenen Betrag, den ein anderer Investor verliert. Hieraus ergibt sich der Future-Preis $f_{i,t}$ gemäß Gleichung (18) aus dem aktuellen Spot-Preis $S_{i,t}$ abzüglich dem vereinbarten Basispreis I_i , welcher als zukünftiger Verkaufspreis vereinbart wurde:

$$f_{i,t} = S_{i,t} - I_i \quad (18)$$

Der Wert einer Call-Option (deutsch: Kaufoption) $c_{i,t}$ ergibt sich demgemäß aus der nicht-negativen Differenz zwischen dem Spot-Preis $S_{i,t}$ und dem Basispreis I_i bzw. für eine Put-Option (deutsch: Verkaufsoption) $p_{i,t}$ aus der nicht-negativen Differenz zwischen dem Basispreis I_i und dem Spot-Preis $S_{i,t}$ so dass entsprechend die Gleichungen (19a) und (19b) gelten:¹⁴⁰

¹³⁶ Dybvig/Ross (2008).

¹³⁷ Vgl. Spremann (2010), S. 316.

¹³⁸ Merton (2008).

¹³⁹ Vgl. Hull (2009), S. 142.

¹⁴⁰ Vgl. Spremann (2010), S. 277-282.

$$c_{i,t} = \max \{ S_{i,t} - I_i; 0 \} \quad (19a)$$

$$c_{i,t} = \max \{ I_i - S_{i,t}; 0 \} \quad (19b)$$

Damit keine Arbitragemöglichkeiten am Markt bestehen, muss die sogenannte Put-Call-Parität aus Gleichung (20) gegeben sein. Sie belegt, dass ein Portfolio aus einer Call-Option $c_{i,t}$ und dem mit dem risikolosen Zinssatz r_f auf die Restlaufzeit T diskontierten Basiswert I_i den gleichen Wert wie ein Portfolio aus einer Put-Option $p_{i,t}$ und dem aktuellen Spot-Preis $S_{i,0}$ besitzt:¹⁴¹

$$c_{i,t} + I_i \exp^{-r_f T} = p_{i,t} + S_{i,0} \quad (20)$$

Auf diesen Grundlagen und der zusätzlichen Annahme einer Aktienkursentwicklung gemäß dem Random-Walk sowie dem Verzicht auf Dividendenauszahlungen basiert die Black-Scholes-Formel zur Bestimmung des heutigen Wertes einer Call-Option $c_{i,0}$ – Gleichung (21). Der Wert der Call-Option $c_{i,0}$ setzt sich aus der Differenz des mit der aus der kumulierten Verteilungsform der Standard-Normalverteilung ermittelten Wahrscheinlichkeit $N(d_i)$ multiplizierten Spot-Preises $S_{i,0}$ und dem mit der Gegenwahrscheinlichkeit $N(d_i - \sigma_i \sqrt{T})$ multiplizierten sowie mit dem risikolosen Zinssatz r_f auf die Restlaufzeit T diskontierten Basiswert I_i zusammen. Die Wahrscheinlichkeit ergibt sich aus der standard-normalverteilten Dichtefunktion $N(d_i)$ bzw. $N(d_i - \sigma_i \sqrt{T})$. Ihre Parameter sind der Spot-Preis $S_{i,0}$ und der Basiswert I_i , der risikolose Zinssatz r_f , die Standardabweichung der Aktienrenditen σ_i und die Restlaufzeit T .¹⁴²

$$c_{i,0} = S_{i,0} N(d_i) - \exp^{-r_f T} I_i N(d_i - \sigma_i \sqrt{T}) \quad (21)$$

$$\text{mit: } d_i = \frac{\ln(S_{i,0}/I_i) + (r_f + \sigma_i^2/2)T}{\sigma_i \sqrt{T}}$$

Dem gegenüber steht die Put-Option $p_{i,0}$ – Gleichung (22) – welche sich aus der Differenz des mit der Wahrscheinlichkeit $N(d_i - \sigma_i \sqrt{T})$ multiplizierten sowie mit dem risikolosen Zinssatz r_f auf die Restlaufzeit T abgezinsten Basiswert I_i und dem mit der dazugehörigen Gegenwahrscheinlichkeit $N(d_i)$ multiplizierten Spot-Preis $S_{i,0}$ zusammensetzt. Auch sie hängt von der standard-normalverteilten

¹⁴¹ Vgl. Hull (2009), S. 263f.

¹⁴² Vgl. Black/Scholes (1973), S. 640-645.

Dichtefunktion $N(d_i)$ bzw. $N(d_i - \sigma_i \sqrt{T})$ und somit von der spezifischen Dichte d_i ab.¹⁴³

$$p_{i,0} = \exp^{-r_f T} I_i N(\sigma_i \sqrt{T} - d_i) - S_{i,0} N(-d_i) \quad (22)$$

$$\text{mit: } d_i = \frac{\ln(S_{i,0}/I_i) + (r_f + \sigma_i^2/2)T}{\sigma_i \sqrt{T}}$$

2.2.3.2 Binominalmodell

Das Binominalmodell basiert auf den Annahmen, dass ein vollkommener Kapitalmarkt ohne Steuern, Transaktionskosten, Einschussleistungen und Dividendenzahlungen vorliegt. Zudem bestehen die Möglichkeiten von Leerverkäufen sowie der Anlage und Aufnahme von Kapital zu einem risikolosen Zinssatz für jeweils eine Periode. Im Einperiodenfall mit dem aktuellen Spot-Preis des Assets $S_{i,0}$ kommt es mit der Wahrscheinlichkeit Π zu einem Kursanstieg auf $S_{i,1,u}$ und mit der Gegenwahrscheinlichkeit $(1-\Pi)$ zu einem Kursrückgang auf $S_{i,1,d}$ – siehe Abbildung 6a. Entsprechend entwickelt sich auch der Wert einer Call-Option des Assets i mit einer Wahrscheinlichkeit Π von $c_{i,0}$ nach $c_{i,1,u} = \max\{S_{i,1,u} - I_i; 0\}$ bzw. mit einer Wahrscheinlichkeit $(1-\Pi)$ nach $c_{i,1,d} = \max\{S_{i,1,d} - I_i; 0\}$ – siehe Abbildung 6b. Ebenso besteht die Möglichkeit einen Betrag in N Anteile zum Spot-Preis des Assets i $S_{i,0}$ sowie einen Betrag B zum risikolosen Zinssatz r_f für den Zeitraum Δt anzulegen, welcher sich mit der Wahrscheinlichkeit Π zum Betrag $N S_{i,1,u} + \exp^{r_f \Delta t} B$ bzw. mit der Wahrscheinlichkeit $(1-\Pi)$ zum Betrag $N S_{i,1,d} + \exp^{r_f \Delta t} B$ entwickelt – siehe Abbildung 6c.¹⁴⁴

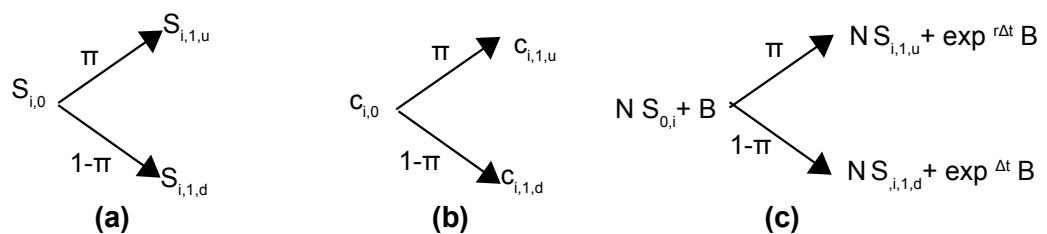


Abbildung 6: Entwicklung von Spot- und Call-Preisen im Binominalmodell des Einperiodenfall

Quelle: in Anlehnung an Cox/Rubinstein/Ross (1979), S. 232f

¹⁴³ Vgl. Ebenda, S. 640-645.

¹⁴⁴ Vgl. Cox/Rubinstein/Ross (1979), S. 232f.

Durch die Annahme der Möglichkeit von Leerverkäufen sowie der Geldanlage bzw. -aufnahme des Betrags B zum risikolosen Zinssatz r_f kann mit dem Verkauf von N Anteilen des Assets i zum Spot-Preis $S_{i,0}$ und der Wiederanlage des Betrags zum Zeitpunkt 0 ein Portfolio aus der risikolosen Anlage B sowie die Call-Option $c_{i,0}$ erworben werden – Gleichung (23):

$$N S_{i,0} = B + c_{i,0} \quad (23)$$

Zum Zeitpunkt 1 erhält man bei einem Kursanstieg die Auszahlung der Call-Option $c_{i,1,u}$ plus die Auszahlung der mit r_f auf den Zeitraum Δt verzinsten risikolosen Anlage B . Mit dieser Auszahlung lassen sich N Anteile des Assets i zum gestiegenen Spot-Preis $S_{i,1,u}$ erwerben – siehe Gleichung (24a). Entsprechend lässt sich bei einem Kursabfall die Auszahlung $c_{i,1,d}$ plus die Auszahlung der mit r_f verzinsten risikolosen Anlage B realisieren, mit welcher sich N Anteile des Assets i zum gesunkenen Spot-Preis $S_{i,1,d}$ kaufen lassen – siehe Gleichung (24b).

$$N S_{i,1,u} = c_{i,1,u} + \exp^{r_f \Delta t} B \quad (24a)$$

$$N S_{i,1,d} = c_{i,1,d} + \exp^{r_f \Delta t} B \quad (24b)$$

Die Wahrscheinlichkeiten sind nur noch vom relativen Up-Faktor $u = S_{i,1,u} / S_{i,0}$, vom relativen Down-Faktor $d = S_{i,1,d} / S_{i,0}$ sowie vom risikolosen Zinssatz r_f und dem Zeitraum Δt abhängig. Nach Umformen der beiden Gleichungen (24a) und (24b) und Einsetzen in die Gleichung (23) wird die Arbitragefreiheit der generierten Portfolio bewiesen und man erhält die zeit- und erwartungsunabhängige Wahrscheinlichkeiten Π und $(1 - \Pi)$ der Gleichungen (25a) und (25b):¹⁴⁵

$$\Pi = \frac{\exp^{r_f \Delta t} - d}{(u - d)} \quad (25a)$$

$$1 - \Pi = \frac{u - \exp^{r_f \Delta t}}{(u - d)} \quad (25b)$$

Alternativ zu der Methode aus den Aktienkursen lassen sich die Parameter u und d aus der Standardabweichung des Asset i σ_i sowie dem Zeitraum Δt gemäß Gleichung (26a) bzw. Gleichung (26b) ermitteln:¹⁴⁶

$$u = \exp^{\sigma_i \sqrt{\Delta t}} \quad (26a)$$

$$d = \exp^{-\sigma_i \sqrt{\Delta t}} \quad (26b)$$

¹⁴⁵ Vgl. Ebenda, S. 233f; Ausführliche Herleitung siehe u.a. Hull (2009), S. 302f.

¹⁴⁶ Vgl. Spremann (2002), S. 652.

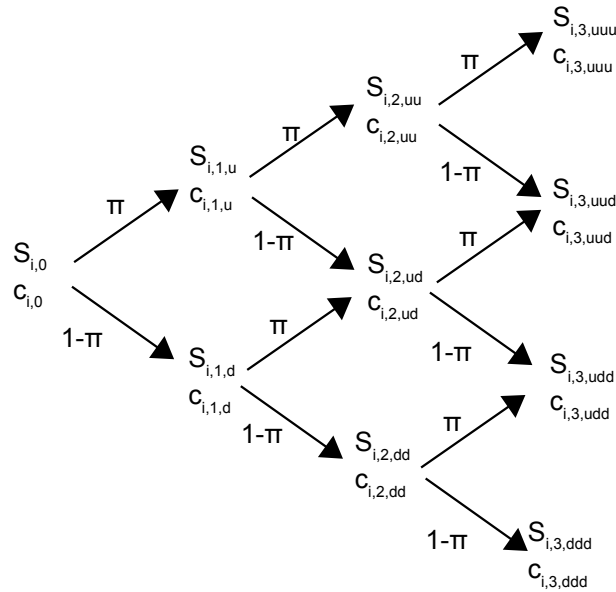


Abbildung 7: Entwicklung von Spot- und Call-Preisen im Binominalmodell des Mehrperiodenfalls

Quelle: in Anlehnung an Steiner/Bruns (2007), S. 327

Im Mehrperiodenmodell wird der Binominalbaum gemäß einem multiplikativen Binominalprozess auf mehrere Perioden erweitert. Dabei ergeben sich – wie in Abbildung 3 dargestellt – zum Zeitpunkt $t = 1, 2$ und 3 die vom Zeitpunkt und der Entwicklung abhängigen Spot-Preise des Assets i wie z.B. $S_{i,2,uu}$ sowie der Wert der dazugehörigen Call-Option des Assets i $c_{i,2,uu}$. Während die zustandsabhängigen Spot-Preise gegeben sind, wird der Wert der dazugehörigen Call-Option retrograd aus dem mit dem risikolosen Zinssatz r_f abgezinsten, wahrscheinlichen- und zustandsabhängigen Wert der Call-Option der Folgeperiode bestimmt. Beispielhaft ergibt sich somit für den Wert der Call-Option $c_{i,2,uu}$ nach Gleichung (27):¹⁴⁷

$$c_{i,2,uu} = \frac{\pi c_{i,3,uuu} + (1-\pi) c_{i,3,uud}}{\exp^{r_f \Delta t}} \quad (27)$$

2.3 Entscheidungsverhalten in ökonomisch relevanten Situationen

Zunächst wird der vollkommen ökonomisch handelnde Homo Oeconomicus vorgestellt und bezüglich der ihm zu Grunde gelegten Annahmen kritisch beleuchtet. Anschließend wird die Moral modelltheoretisch in das ökonomischen Entscheidungsverhalten des Homo Oeconomicus einbezogen und vom Eigennutz abgegrenzt. Ab-

¹⁴⁷ Vgl. Hull (2009), S. 308f.

schließlich folgt eine Darstellung, wie moralische und eigennutzorientierte Interessen in der Praxis in die Entscheidungssituation einbezogen werden.

2.3.1 Der Homo Oeconomicus

Der Homo Oeconomicus bildet die Basis für die neoklassische Wirtschaftstheorie.¹⁴⁸ Es werden die Annahmen getroffen, dass sich mit dem ökonomischen Ansatz der Nutzenmaximierung bei konstanten Präferenzen und vollkommenen Informationen sich jegliches Verhalten in verschiedenen ökonomischen Märkten erklären lässt.¹⁴⁹ Dabei handelt der Homo Oeconomicus nach dem „first principle in economics [...] that every agent is actuated only by self-interest“¹⁵⁰. Somit zeichnet sich der Homo Oeconomicus durch ein egoistisches Verhalten aus und ist lediglich bestrebt, seinen eigenen Nutzen zu maximieren.¹⁵¹

Bei den stabilen Präferenzen handelt es sich nicht um Vorlieben für am Markt gehandelte Güter und Dienstleistungen, sondern um „underlying preferences [...] defined over fundamental aspects of life, such as health, prestige, sensual pleasure, benevolence, or envy“¹⁵². „Daher werden in der ökonomischen Theorie Änderungen im Verhalten der Menschen ausschließlich durch Änderungen der Restriktion erklärt.“¹⁵³ „Changed economic conditions do not imply that egoistic (bad) people transform into altruistic (good) people; even under changed conditions the same (old) human beings act. It is possible that they now act ‘better’ according to some objective or some normative system, but not because they would have become better, only because they react to changed conditions.“¹⁵⁴

Menschen verfügen über eine begrenzte Rationalität und können für eine Entscheidung oft „nicht alle Handlungsalternativen wahrnehmen, die Konsequenzen erkennen sowie vollständig und konsistent bewerten. [...] Um trotzdem [...] handlungsfähig zu bleiben, handeln Menschen nach *Routinen bzw. Regeln*, mit denen sie nicht optimale, sondern zufrieden stellende Ergebnisse anstreben.“¹⁵⁵ Dabei sucht das Individuum „als „Satisficer“ [...] unter den ihm zugänglichen Alternativen so lange, bis es auf eine 'hinreichend' akzeptable stößt, und [...] entscheidet sich dann für diese. Findet es jedoch nach längerem Suchen keine solche Alternative, senkt es sein An-

¹⁴⁸ Vgl. Hargreaves-Heap (2008).

¹⁴⁹ Vgl. Becker (1976b), S. 14.

¹⁵⁰ Edgeworth (1881), S. 16.

¹⁵¹ Vgl. Schwegler (2008), S. 15.

¹⁵² Becker (1976b), S. 5.

¹⁵³ Kirchgässner (2008a), S. 25.

¹⁵⁴ Kirchgässner (2008b), S. 25.

¹⁵⁵ Vgl. Schwegler (2008), S. 17.

spruchsniveau und sucht dann nach einer im Hinblick auf dieses tiefere Niveau akzeptablen Alternative. Dieses eingeschränkt rationale Verhalten wird häufig als Alternative zum ökonomischen Verhaltensmodell verstanden, aber dies gilt nur insoweit, als man [...] dem traditionellen Konzept des bei vollständiger Information permanent optimierenden Individuums verhaftet ist.¹⁵⁶ Dieses Verhalten ist aber nicht zwangsläufig als eingeschränkt rational anzusehen, sondern sehr pragmatisch. Unter der durchaus sehr realistischen Annahme einer Kosten verursachenden Informationsbeschaffung kann dieses Verhalten sogar sehr ökonomisch sein. So können die Kosteneinsparungen aufgrund nicht beschaffter Informationen die dadurch entstandenen Nutzeneinbußen aufwiegen und letztlich den Gesamtnutzen des Individuums steigern. Folglich ist dieses Verhalten durchaus rational und eben nicht eingeschränkt rational.¹⁵⁷ Im Modell des Homo Oeconomicus werden diese Anomalien der begrenzten Rationalität durch zusätzliche Restriktionen eingefügt, so dass der Modellansatz nicht verändert wird.¹⁵⁸

Der Mensch maximiert zwar seinen eigenen Nutzen, handelt aber in gewissen Situation nicht egoistisch sondern altruistisch.¹⁵⁹ Daher darf der Ansatz über die Eigennutzmaximierung nicht zu eng gefasst werden und es bleibt festzuhalten, dass „Behavior is driven by a much richer set of values and preferences. The analysis assumes that individuals maximize welfare as they conceive it, whether they be selfish, altruistic, loyal, spiteful or masochistic. [...] [T]hey try as best as they can“¹⁶⁰. Da das menschliche Verhalten von den „underlying preferences“, welche sich doch erheblich unterscheiden und sich aufgrund von Erfahrungen ändern¹⁶¹ können, bestimmt wird, ist das Verhalten nicht mehr nur durch eine Veränderung der äußeren Umstände erklärbar, sondern kann insbesondere auch von nicht einheitlichen und nicht stabilen Präferenzen abhängen.¹⁶² Somit gilt aus philosophischer Sicht:¹⁶³ „[I]t is not plain that preferences can be taken as given“¹⁶⁴. Dem gegenüber steht die ökonomische Meinung, die neue Informationen und Erkenntnisse als zusätzliche Rahmenbedingungen sieht und die Verhaltensänderungen erklären. Somit findet kein Wertewandel im Sinne einer Änderung der Präferenzen statt. Vielmehr treten

¹⁵⁶ Kirchgässner (2008a), S. 30.

¹⁵⁷ Vgl. Ebenda, S. 31f.

¹⁵⁸ Vgl. Schwegler (2008), S. 17.

¹⁵⁹ Vgl. Becker (1976a), S. 818.

¹⁶⁰ Becker (1993), S. 385f; detailliertere Ausführung in Kapitel 2.2.2.

¹⁶¹ So kann beispielsweise angeführt werden, dass ein Mensch, der bisher als Sadist bekannt war, durch die Erfahrung der Freude ihm zugefügten Schmerzen, seine masochistische Ader entdeckt und seine Präferenzen dementsprechend anpasst.

¹⁶² Vgl. Kirchgässner (2008b), S. 35-39.

¹⁶³ Vgl. Hargreaves-Heap (2008).

¹⁶⁴ Ebenda.

sogenannte neue Werte, wie z.B. das Verfolgen von ökologischen Zielen, die bereits vorhanden sind, aufgrund neuer Informationen ans Licht. Diesem Ansatz folgend entgeht man der Gefahr, dass man letztlich jede Handlung mit geänderten Präferenzen erklären kann, so dass aus der Perspektive der Wissenschaft zur Analyse von Verhaltensänderungen der ökonomische Ansatz vorzuziehen ist. Dies bedeutet jedoch nicht, dass Präferenzen nicht kritisch zu hinterfragen sind.¹⁶⁵

Schlussendlich bleibt festzuhalten, dass gemäß dem ökonomischen Modell das Individuum seinen von den Gütern, Dienstleistungen und Werten Z_j abhängigen Nutzen U_i maximiert. Dabei beachtet das Individuum die ihm gegebenen Restriktionen der Güter, Dienstleistungen und Werte Z_j , welche von der Produktionsfunktion f_i und der dieser zugrunde liegenden und begrenzten Inputfaktoren y_i abhängen. Es ergibt sich somit folgendes Maximierungsproblem unter den (entsprechenden) Nebenbedingungen (u.d.N.) nach Gleichung (27):¹⁶⁶

$$\begin{aligned} \max U_i(Z_i) \\ \text{u.d.N.: } f_i(y_i) = Z_i \\ \sum_{i=1}^n y_i = 1 \end{aligned} \tag{27}$$

Abschließend bleibt festzuhalten, dass der Mensch zwar kein Homo Oeconomicus ist und sich diesbezüglich das Modell nur bedingt zur Erklärung jeglichen menschlichen Handelns eignet. Jedoch bietet dieses Modell gute Analysemöglichkeit von Anreizsystemen und Dilemmasituationen.¹⁶⁷

2.3.2 Moral und Eigennutz im Modell des Homo Oeconomicus

Menschen handeln jedoch nicht wie der Homo Oeconomicus in reinem Eigeninteresse, sondern beziehen persönliche Werte und soziale Bedingungen in ihre ökonomische Entscheidung mit ein.¹⁶⁸ Die Eigennutz-Interessen (personal preferences) unterscheidet Harsanyi (1976) eindeutig von moralischen Interessen (moral preferences): „[E]ach individual has two sets of preferences. One consists of his *personal* preferences, [...] which will typically based mainly on his own personal interest and on the interest of his closest associates. The other consists of his *moral* prefer-

¹⁶⁵ Vgl. Kirchgässner (2008b), S. 35-39.

¹⁶⁶ Vgl. Becker (1976b), S. 6.

¹⁶⁷ Vgl. Suchanek (2007), S. 178-183.

¹⁶⁸ Vgl. Hargreaves-Heap (2008); vgl. Säve-Söderbergh (2010), S. 270; vgl. James (2006), S. 598.

ences, [...] that he would entertain if he is forced to judge the world from a moral [...] point of view.“¹⁶⁹ Demzufolge unterscheidet sich der moral point of view eindeutig von der moralischen Handlung des hypothetischen Imperativs bei Kant, welche aus Eigeninteresse und somit aus der Perspektive des economic point of view durchgeführt wird.¹⁷⁰ Da sowohl der Kategorische Imperativ von Kant, der Gerechtigkeits-theorie von Rawls wie auch der Utilitarismus bei Harsanyi, moralisches Handeln auf das Interesse anderer abzielt, kann moralisches und altruistisches Handeln gleichgesetzt werden, wenngleich Altruismus mit der Nähe bzw. Liebe zu anderen Menschen ansteigt.¹⁷¹

Zunächst wird die Annahme getroffen, dass Moral einen positiven Nutzen stiftet und nicht nur eine ökonomische Beschränkung darstellt.¹⁷² Das Individuum bezieht ökonomische und moralische Interessen in seine Entscheidung ein und maximiert gemäß Gleichung (27) seinen individuellen Nutzen. D.h. jedoch nicht, dass moralische Interessen mit ökonomischen Interessen gleichgesetzt werden können.¹⁷³

Um das Verfolgen von ökonomischen und moralischen Interessen zu verdeutlichen grenzt Schramm (2006) auf der materialen Ebene die ökonomischen, am Eigennutz orientierten Interessen von den moralischen Interessen ab. Dabei richten sich ökonomischen Interessen im engeren Sinn auf monetäre Werte¹⁷⁴, als ökonomisch₁ bezeichnet.¹⁷⁵ Unter die monetären Interessen fallen dabei alle Nutzen stiftenden Güter, die sich mit Geld am Markt erwerben lassen und deren Beschaffung folglich auf den Gewinn abzielt.¹⁷⁶ Ökonomische Interessen im weiteren Sinn beziehen zu den monetären Interessen nicht-monetäre Eigennutz-Interessen mit ein und werden als ökonomisch₂ bezeichnet.¹⁷⁷ Zu den nicht-monetären Eigennutz-Interessen können folglich sämtliche nicht am Markt erwerbbaaren Werte gezählt, die dem Individuum Nutzen stiften. Hierzu zählen immaterielle Werte wie z.B. Gesundheit, Zeit, Glück und echte Anerkennung¹⁷⁸. Auf der formalen Ebene, der Ebene der Zweckrationalität, optimieren die Individuen die inhaltlich unterschiedlichen ökonomischen und moralischen Interessen gemäß ihrer eigenen aus monetären, nicht-monetären und mo-

¹⁶⁹ Harsanyi (1976), S. IX.

¹⁷⁰ Vgl. Kant (1974a), S. 23.

¹⁷¹ Vgl. Kirchgässner (2008a), S. 170f.

¹⁷² Vgl. Schramm (2006), S. 24.

¹⁷³ Vgl. Ebenda, S. 26.

¹⁷⁴ Wie sich ein solches Verhalten bei der Geldanlage darstellt, ist ausführlich in Kapitel 3.1 dargestellt.

¹⁷⁵ Vgl. Ebenda, S. 27.

¹⁷⁶ Vgl. Döpfner (2000), S. 93f.

¹⁷⁷ Vgl. Schramm (2006), S. 27.

¹⁷⁸ Echte Anerkennung bezieht sich nicht auf eine Anerkennung, die aufgrund materieller Güter entstanden ist, da diese ja dann indirekt am Markt gekauft wurde.

ralischen Interessen bestehende Nutzenfunktion.¹⁷⁹ Dabei steht die Moral den ökonomischen Eigennutzinteressen gegenüber und ist mit diesen Eigeninteressen an sich nicht zu vereinbaren.¹⁸⁰ D.h., dass sich mit den moralischen Interessen keine materiellen oder immateriellen Eigennutz-Interessen befriedigen lassen. Eine Übersicht hierzu bietet Abbildung 8.

material: mögliche Vorteilsinhalte (Opportunitätsnutzen)	ökonomische (Eigennutz)Interessen = ökonomisch ₂		moralische Interessen
	monetäre Interessen = ökonomisch ₁	Nicht-monetäre (Eigennutz)Interessen	
formal: Zweckrationalität	ökonomisch ₃		

Abbildung 8: Ökonomische und moralische Interessen im economic approach

Quelle: in Anlehnung Schramm (2006), S. 26

Gemäß ökonomisch₃ stiften moralische Interessen aber eben doch einen Nutzen für das Individuum, so dass man annehmen könnte, moralische Interessen wären Eigennutz-Interessen gleichzusetzen. Formal lässt sich dies wie in Gleichung (28) ausdrücken, indem in die von den Gütern, Dienstleistungen und Werten Z_j abhängigen Nutzenfunktion U_i zusätzlich die ebenfalls von Z_j abhängige Nutzenfunktion des Individuums j U_j mit dem Ausprägungsfaktor g_i eingeht:¹⁸¹

$$U_i[Z_j, g_i U_j(Z_j)] \quad (28)$$

Aber „[v]on altruistischem Handeln kann man [nur] sprechen, wenn eine mit Kosten verbundene Handlung ausgeführt wird, die zwar den Nutzen anderer, prima facie aber nicht (bzw. allenfalls marginal) den eigenen Nutzen steigert; letzterer wird – wegen der dem Handelnden entstehenden Kosten – sogar beeinträchtigt. [...] Das Individuum kann [...] jedoch einen (psychologischen) Nutzen [daraus] ziehen, wenn es einen bestimmten Betrag an Geld und/oder Zeit für einen guten Zweck aufwendet.“¹⁸² „So plausibel diese Überlegungen klingen und so abgesichert sie wissenschaftlich sein mögen, im Rahmen des ökonomischen Verhaltensmodell ergeben

¹⁷⁹ Vgl. Schramm (2006), S. 27.

¹⁸⁰ Vgl. Suchanek (2001), S. 31.

¹⁸¹ Vgl. Becker (1974), S. 1080.

¹⁸² Kirchgässner (2008a), S. 170.

sich bei der Berücksichtigung von psychischen Befriedigungen erhebliche Probleme. Mit ihnen kann nämlich jegliches menschliches Verhalten erklärt, aber keines ausgeschlossen werden. Die Menschen handeln dann immer im eigenen Interesse. Die Theorie wird immunisiert [...] und verliert ihre Erklärungskraft.“¹⁸³

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Moral zwar im eigenen Interesse des Individuums liegt. Jedoch darf die Moral mit dem Eigeninteresse nicht gleichgesetzt werden,¹⁸⁴ da die Moral das Eigeninteresse einschränkt und folglich vom Eigeninteresse klar zu trennen ist.¹⁸⁵ Daraus folgt, dass das Individuum seine Handlungen letztlich entsprechend ökonomisch₃, aus seiner Sicht Nutzen maximierend, durchführt, das moralische Interesse inhaltlich ein moralisches Interesse bleibt und nicht zum Eigeninteresse mutiert.¹⁸⁶ Unter der Voraussetzung, dass das Individuum Nutzen maximierend handelt, ist letztlich immer das Handeln zu beobachten, das dem Individuum den größten Nutzen stiftet. Aus dem Ergebnis der Handlung lässt sich letztlich ableiten, ob diese aus moralischen oder aus Eigennutz-Interessen durchgeführt wurde.¹⁸⁷ Folglich eignet sich diese Methode nur ex post zur Bewertung des Handelns, jedoch nicht ex ante für die Vorhersage des Handelns, da die Motivation für das Handeln bis zur Handlung selbst verborgen bleibt.¹⁸⁸

Für die zu beobachtende Handlung eines Individuums bei der Anlageentscheidung ergibt sich gemäß der Behavioral Finance das Maximierungsproblem der Gleichung (29). Sie besagt, dass ein Individuum bei der Investitionsentscheidung einerseits den heutigen Nutzen $U_{i,0}$ in Abhängigkeit der Güter, Dienstleistungen und Werte $Z_{i,0}$ sowie für den erwarteten zukünftigen Nutzen $E[U_{i,t}]$ in Abhängigkeit der erwarteten Güter, Dienstleistungen und Werte $E[Z_{i,t}]$ maximiert, so dass gilt:¹⁸⁹

$$\max \{ U_{i,0}(Z_{i,0}) + \sum_{t=1}^T E[U_{i,t}(Z_{i,t})] \} \quad (29)$$

Dabei ist sowohl der heutige Nutzen $U_{i,0}$ als auch der erwartete zukünftige Nutzen $E[U_{i,t}]$ als ökonomisch₃ zu verstehen, so dass gemäß der beobachteten Handlung das Individuum einen aus seiner moralischen Handlung entstehenden hypothetischen psychologischen Nutzen zieht.

¹⁸³ Ebenda, S. 58.

¹⁸⁴ Vgl. Suchanek (2001), S. 33.

¹⁸⁵ Vgl. Ebenda, S. 37.

¹⁸⁶ Vgl. Schramm (2006), S. 31.

¹⁸⁷ Vgl. Riley (2008).

¹⁸⁸ Vgl. Brodbeck (2011), S. 47.

¹⁸⁹ Vereinfacht dargestellt, vgl. Wang (2008).

2.3.3 Entscheidungsverhalten in der Praxis im Dilemma zwischen Eigennutz und Moral

Die praktische Umsetzung, wie moralische Interessen in die Nutzenmaximierung einbezogen werden können, kann man sehr gut aus dem Ziel der Nachhaltigkeit ableiten. So gelten für eine nachhaltige Entwicklung gewisse Mindeststandards, welche auch als Safe Minimum Standards (SMS) bezeichnet werden. Dabei wird unter Einbeziehen der möglichen Konsequenzen für andere^{190, 191} die Frage gestellt: „[A]re you *really* sure you want that?“¹⁹² Je nachdem wie die Frage von einem Individuum beantwortet wird, bezieht es die Konsequenzen in der Form eines nicht zu unter- bzw. überschreitendes Niveaus in seine Entscheidung mit ein.¹⁹³ Dabei legt sich das Individuum auf eine persönliche Rangfolge von Werten fest und ist sich bewusst, dass sich diese Rangfolge im Lauf des Lebens ändern kann, und passt diese dann gegebenenfalls an.¹⁹⁴

Gemäß dieser sehr pragmatischen Methode handelt das nutzenmaximierende Individuum als Satisficer. Dieser legt sich auf eine persönliche Rangfolge von Werten – auf einen Rahmen – fest, der einerseits die Eigennutzinteressen aufgrund moralischer Mindeststandards und andererseits die moralischen Interessen durch ein Mindestniveau an Eigeninteresse beschränkt. Mit dieser Methode entgeht das Individuum dem sonst unlösbaren Problem, mit einem Preis versehene materielle sowie unbezahlbare immaterielle und moralische Werte miteinander verrechnen zu müssen. Zwar ist diese Handlungsweise sowohl aus ökonomischer Sicht als auch aus der Perspektive von Kant nicht korrekt, jedoch ist ein diesen Sichtweisen entsprechendes, absolut korrektes Verhalten in der Realität auch nicht möglich.

Bei dem moralischen Satisficer handelt es sich also um rationales Verhalten, das „der Logik der Situation entspricht“¹⁹⁵ und sich dem Thomas Theorem „(i)f men define situations as real, they are real in their consequences“¹⁹⁶ anschließt. Dabei ist „the definition of the situation [...] necessary preliminary to any act of the will“¹⁹⁷, so dass die Entscheidung über die Konsequenzen einer Handlung von den erwarteten Konsequenzen aus einer Handlung abhängen. Da sich Erwartungen jedoch erheblich unterscheiden können und nicht oder nur schwer beobachtbar sind, ergibt sich

¹⁹⁰ Vgl. Bromley (2008).

¹⁹¹ Hierbei handelt es sich gemäß der Definition einer nachhaltigen Entwicklung insbesondere um die Konsequenzen für Menschen in Armut und künftige Generationen.

¹⁹² Ebenda.

¹⁹³ Vgl. Riley (2008).

¹⁹⁴ Vgl. Gabriel/Schlagnitweit (2009), S. 85f.

¹⁹⁵ Popper (2003), S. 115.

¹⁹⁶ Thomas/Thomas (1928), S. 572.

¹⁹⁷ Thomas/Znaniiecki (1927), S. 68.

hier die gleiche Problematik wie aus den Präferenzen. So lassen sich auch die Erwartungen und somit die Definition der Situation, nach der das Individuum logisch handelt, nur ex post aus der Handlung ableiten. Eine ex ante Bestimmung der Erwartungen der Akteure ist auch hier nicht möglich.

3. Socially Responsible Investments (SRI)

3.1 Definition und Abgrenzung von SRI

Zum Begriff SRI existieren verschiedene Synonyme, wie z.B. „Nachhaltige Geldanlagen“, „Sustainable Investments“, „Ethical Investments“, „Alternative Investments“ usw.¹⁹⁸ Eine eindeutige Differenzierung der Begriffe wäre zu umfangreich und nur selten eindeutig.¹⁹⁹ Ebenso erscheint eine Zusammenfassung dieser Begriffe zu einem Einheitsbegriff fragwürdig.²⁰⁰ Die Schwierigkeit hierbei besteht insbesondere in einer genauen Abgrenzung und Kategorisierung der Begriffe „nachhaltig“, „ethisch“ und „sozialverantwortlich“.²⁰¹ Gleichzeitig verbindet diese Begriffe das gemeinsame Ziel, moralische Kriterien in die Entscheidung bei der Geldanlage miteinzubeziehen.^{202, 203} Da der Mensch lediglich moralisch handeln und ethisch reflektieren kann, ist der Begriff „Ethisches Investment“ terminologisch irreführend.²⁰⁴ Deshalb wird der sowohl im englischen als auch mittlerweile im deutschen Sprachgebrauch gängige Begriff SRI als der besser geeignete verwendet. Im Gegensatz zum bloßen Aspekt der Nachhaltigkeit stellt der Begriff SRI die mit der Investition verbundene sozial verantwortliche, also moralische Handlung deutlicher heraus.

Auf der Basis eines gemeinsamen Ziels basiert die „Darmstädter Definition Nachhaltiger Geldanlagen“. Sie stellt die Wirkung von SRI in den Mittelpunkt und besagt: SRI „tragen zu einer zukunftsfähigen Entwicklung bei. Sie ermöglichen dies durch eine umfassende Analyse der Anlageobjekte. Diese Analyse berücksichtigt wirtschaftliche und soziale Leistungen, Naturverträglichkeit und gesellschaftliche Entwicklungen.“²⁰⁵ Sie ist somit eine Erweiterung um den ökologischen Aspekt der Definition von Bryun (1987), welche mit dem Begriff „Social Investments“ die „allocation of capital to advance the social and economic well-being of people“²⁰⁶ verbindet.

Um SRI gegenüber dem Konsum bzw. einer Spende abzugrenzen, sind in die Definition die finanziellen Ziele miteinzubeziehen,²⁰⁷ so dass die ökologischen und so-

¹⁹⁸ Vgl. Domini (1992), S. 5; vgl. Eccles, Viviers (2011), S. 1f.

¹⁹⁹ Vgl. Hesse (2008), S. 15; vgl. Faust, Scholz (2008), S. 137; vgl. Gabriel, Schlagnitweit (2009), S. 118.

²⁰⁰ Vgl. von Flotow (2008), S. 297.

²⁰¹ Vgl. Gabriel (2008), S. 23.

²⁰² Vgl. Domini (1992), S. 5; vgl. Gabriel, Schlagnitweit (2009), S. 118.

²⁰³ Da sich diese Arbeit insbesondere mit den zusätzlichen nicht monetären Zielen und ihren Implikationen befasst, wird auf eine deutlichere Abgrenzung verzichtet und SRI als ein Überbegriff für alternative Begrifflichkeiten verwendet (vgl. hierzu Kapitel 2.1., 2.3.2 und 2.3.3).

²⁰⁴ Vgl. Döpfner (2000) 19f.

²⁰⁵ Hoffmann/Scherhorn/Busch (2004), S. 6.

²⁰⁶ Bruyn (1987), S.13.

²⁰⁷ Vgl. Gabriel, Schlagnitweit (2009), S. 82.

zialen Ziele nicht überbewertet werden.²⁰⁸ Diesen wichtigen Aspekt bei einer Geldanlage bezieht Shapiro (1992) in seine auf die Motivation des Investors fokussierte Definition mitein: SRI „is the practice of making investment decisions based on both financial and social performance.“²⁰⁹ Eine Ergänzung dieser Definition um ökologische Gesichtspunkte stammt von Sparkes (1995), für den SRI eine „investment philosophy that combines ethical or environmental goals with financial ones“²¹⁰ darstellt.

Eine präzisere Definition²¹¹, die gleichzeitig auch eine klare Abgrenzung zur konventionellen Geldanlage darstellt, stammt von Cowton (1994), welcher SRI und ethische Investment als äquivalent betrachtet und die Definition wählt: SRI „may be defined as the exercise of ethical and social criteria in the selection and management of investment portfolios.[...] Ethical investors care not only about the size of their prospective financial return and the risk attached to it, but also its source“²¹². Dieser Definition, erweitert um ökologische Aspekte, schließt sich Sparkes (2002) mit „The key distinguishing feature of socially responsible investment lies in the construction of [...] portfolio whose objectives combine social, environmental and financial goals“²¹³ an. Dem ähnelt auch die sehr umfassende und zugleich äußerst präzise Definition vom European Sustainable Investment Forum (Eurosif)²¹⁴ (2010), welche die Anlegermotivation bei der Investitionsentscheidung in den Mittelpunkt stellt und in dieser Arbeit verwendet wird: **SRI „is a generic term covering any type of investment process that combines investors’ financial objectives with their concerns about Environmental, Social and Governance (ESG) issues.“**²¹⁵ Dieser Definition schließt sich im deutschsprachigen Raum Riedel (2008) mit „[s]owohl private Kleinanleger als auch [...] institutionelle Investoren formulieren für sich das Ziel, neben den klassischen Anlagezielen (Rendite, Risiko und Liquidität) auch extra-finanzielle Faktoren (soziale, ökologische, ethische und Corporate Governance-Aspekte) bei der Geldanlage beachten zu wollen“ an.²¹⁶

²⁰⁸ Vgl. Sparkes (2001) S. 201.

²⁰⁹ Shapiro (1992), S. 10.

²¹⁰ Sparkes (1995), S. 4.

²¹¹ Vgl. Sparkes (2002), S. 22.

²¹² Cowton (1994), S. 215.

²¹³ Sparkes (2002), S. 26f.

²¹⁴ Eurosif ist ein aus Experten bestehendes gemeinnütziges, europäisches Netzwerk, das sich mit der Mission einer Entwicklung eines nachhaltigen Finanzmarktes in Europa beschäftigt. Ihm gehören institutionelle Investoren, Finanzdienstleister, akademische Institute, Forschungseinrichtungen, Handelsunionen und NGOs an. Nähere Informationen unter www.eurosif.org.

²¹⁵ Eurosif (2010), S. 8.

²¹⁶ Riedel (2008), S. 159.

Das wichtigste Unterscheidungsmerkmal von SRI gegenüber einer konventionellen Geldanlage ist die zusätzliche Beachtung von sozialen, ökologischen und ethischen Kriterien bei der Anlageentscheidung.²¹⁷ Damit sollen auf der einen Seite sozial bzw. ökologisch schädliche Assets ausgeschlossen und auf der anderen Seite sozial bzw. ökologisch förderliche Anlageobjekte besonders berücksichtigt werden.²¹⁸ Folgt man diesem Unterscheidungsmerkmal von SRI gegenüber einer konventionellen Geldanlage, so bietet sich dem Investor die Möglichkeit einerseits erwünschtes Verhalten zu fördern und andererseits unerwünschtem Verhalten entgegenzutreten.²¹⁹

3.2 Einbeziehen von nicht-monetären Aspekten in die Anlageentscheidung – die Theorie

„Die traditionelle Finanzmarkttheorie betrachtet die Anleger als bloße Objekte, als *rational fools*“²²⁰. Bei der rein monetären Auswahl wird die Anlageentscheidung unter Berücksichtigung der drei nicht gemeinsam zu vereinbarenden Ziele Rendite, Risiko und Liquidität getroffen – siehe Abbildung 9. Dieser Entscheidungsrahmen wird auch als magisches Dreieck bezeichnet²²¹ und spiegelt das Anlageverhalten im neoklassischen Modell wider.

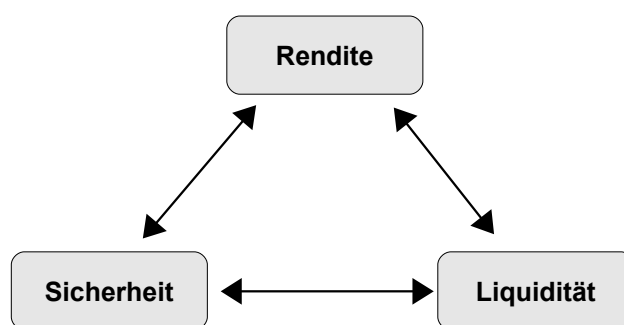


Abbildung 9: Magisches Dreieck

Quelle: in Anlehnung an Steiner/Bruns (2007), S. 49.

²¹⁷ Vgl. Dannheisig et al. (2008), S. 182; Flotow (2008), S. 295.

²¹⁸ Vgl. Faust, Scholz (2008), S. 139f.

²¹⁹ Vgl. Camey (1994), S. 20.

²²⁰ Brodbeck (2006), S. 65.

²²¹ Vgl. Steiner/Bruns (2007), S. 48f.

Neben diesen finanziellen Zielen verfolgen Investoren von SRI auch nicht-finanzielle Ziele.²²² Bezieht man nun ökologische, soziale und ethische Aspekte in die Anlageentscheidung ein, so entsteht das magische Viereck der Abbildung 10. Im magischen Viereck konkurrieren nun die Ziele Rendite, Sicherheit, Liquidität und Risiko miteinander.²²³ Unter den konkurrierenden Geldanlagen gilt es, die mit dem Investment verbundenen sozialen, ökologischen und ethischen Implikationen unter Einbeziehen aller zur Verfügung stehenden Informationen dahingehend abzuwägen, welche die geringsten negativen Auswirkungen erwarten lassen. Dann ist eine Entscheidung zu treffen, welche negativen Folgewirkungen man für die finanziellen Ziele in Kauf nimmt bzw. welche positiven Auswirkungen mit finanziellen Einbußen erkaufte werden.²²⁴ Dieses Anlageverhalten ist mit dem neoklassischen Modell nicht mehr vereinbar und daher der Behavioral Finance zuzuordnen.

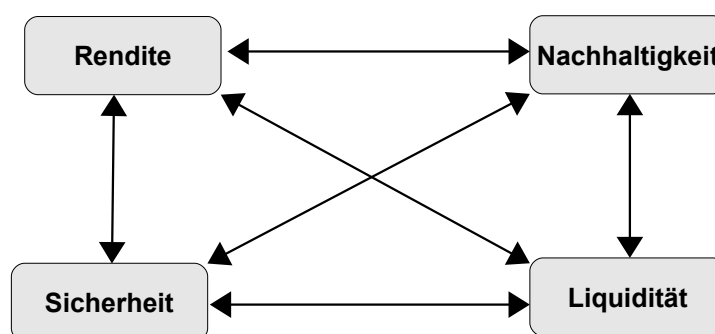


Abbildung 10: Magisches Viereck

Quelle: in Anlehnung an Schöning (2011), S. 375.

In der Praxis ist die Lösung des magischen Vierecks sehr problematisch, weil sich die qualitativen Ziele der Nachhaltigkeit und die finanziellen Ziele nicht oder nur unter sehr großem Aufwand adäquat mit den quantitativen finanziellen Zielen verrechnen lassen. „Wenn man Ethik [jedoch] ernst nimmt und die Würde des Menschen, Frieden, Wohlfahrt, Gerechtigkeit und Zukunftsfähigkeit als oberste Grundsätze des Handelns anerkennt, können finanzielle Interessen im Konfliktfall nur nachgeordnete Bedeutung haben.“²²⁵ Demzufolge werden die finanziellen Ziele der Geldanlage durch moralische Ziele eingeschränkt – z.B. das moralische Ziel, keine finanziellen Vorteile aus Kinderarbeit zu ziehen – oder aber zumindest beschränkt – wie beispielsweise Renditeziele nur bis zu einer festgelegten Grenze an CO₂-Emissionen

²²² Vgl. Kinder/Lydenberg/Domini (1993), S. 1.

²²³ Vgl. Schöning (2011), S. 374f.

²²⁴ Vgl. Gabriel/Schlaginitweit (2009), S. 76.

²²⁵ Gabriel (2008), S. 37.

zu verfolgen.²²⁶ Es gilt nun bei Anlageentscheidung die finanziellen Interessen unter Einhaltung der nicht-finanziellen Interessen zu optimieren, so dass in einem ethischen Reflexionsrahmen geklärt wird, ob sich die finanziellen Interessen nach sozialen und ökologischen Gesichtspunkten rechtfertigen lassen – siehe Abbildung 11.²²⁷ Der entscheidende Unterschied zum Verfolgen von finanziellen und nicht-finanziellen Zielen ist, dass die ökologischen und sozialen Ziele eine Nebenbedingung darstellen, so dass die Anlageentscheidung gemäß dem Motto „how to make money without selling your principles“ getroffen werden kann.²²⁸ Der Vorteil liegt auf der Hand: Es besteht keine Konkurrenz zwischen finanziellen und nicht-finanziellen Zielen, so dass letztlich keine Verrechnung von ethisch gewünschten Zielen mit der Gewinnerzielung stattfindet, und somit ein Gewinnstreben um jeden Preis ausgeschlossen ist.²²⁹

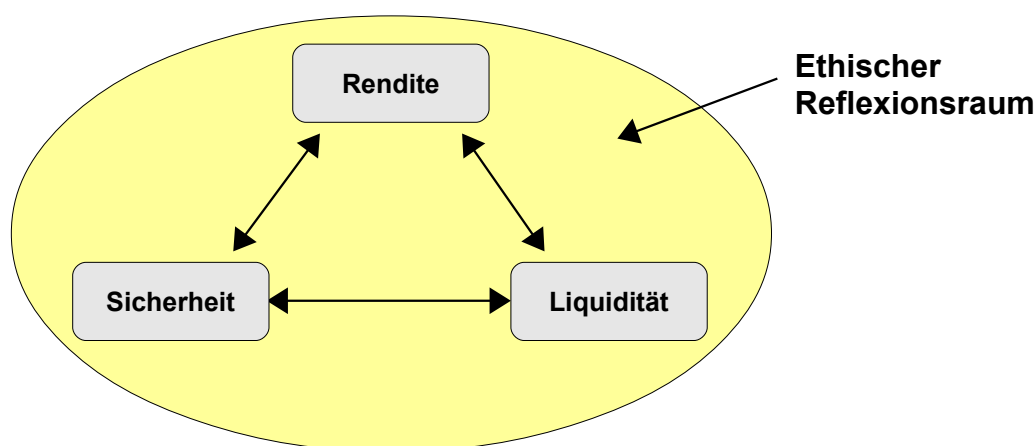


Abbildung 11: Magisches Dreieck im ethischen Reflexionsraum

Quelle: in Anlehnung an Gabriel/Schlagnitweit (2009), S. 116

Interessant wird der Aspekt wenn man den Ansatz von Götz W. Werner aufgreift: „Gewinn kann nie ein Ziel sein, sondern Gewinn ist eine Bedingung.“²³⁰ Demnach bilden die finanziellen Interessen den Rahmen der Geldanlage und es wird versucht, möglichst nachhaltig zu handeln. Der Investor verfolgt somit das Ziel, die Nachhaltigkeit unter der Nebenbedingung einer minimalen Rendite und Liquidität sowie einem maximalen finanziellen Risiko zu maximieren. Der Vorteil dieses Ansatzes ist

²²⁶ Vgl. Gabriel/Schlagnitweit (2009), S. 66.

²²⁷ Vgl. Ebenda, S. 117.

²²⁸ Vgl. Rudolph (1999), S. 283.

²²⁹ Vgl. Gabriel/Schlagnitweit (2009), S. 117.

²³⁰ Werner (2004), S. 6.

es, dass auch Investitionen getätigt werden können, die in besonderem Maße das Ziel einer nachhaltigen Entwicklung verfolgen, jedoch gemäß dem ethischen Reflexionsrahmen die nicht-finanziellen Mindestzielen bei weitem übertreffen.

Abschließend ist festzuhalten, dass der SRI-Investor ein Satisficer ist, der bestrebt ist entweder einen minimalen finanziellen oder nicht-finanziellen Nutzen aus seiner Geldanlage zu ziehen. Dabei muss er auch hier einen ethischen Diskurs darüber führen, welche nicht-finanziellen Mindeststandards er bei der Geldanlage erreichen möchte bzw. welche Nachhaltigkeitsziele unter den finanziellen Mindestzielen die höchste Priorität haben und verfolgt werden.

3.3 Einbeziehen von nicht-monetäre Zielen in die Anlageentscheidung – die Praxis

In der Praxis kommen zum Einbeziehen von nicht-monetäre Zielen unter strategischen Gesichtspunkten verschiedene Methoden zum Einsatz, die auf ESG-Kriterien basieren und die es zu operationalisieren gilt. Abschließend folgt ein Überblick über die bisherige historische Entwicklung der Methoden und Kriterien.

3.3.1 Strategien und Methoden zum Erreichen nicht-monetärer Ziele

Investoren sind sich bewusst, dass sie mit ihrem Verhalten die Umwelt und die Gesellschaft beeinflussen²³¹ und verfolgen daher die nicht-monetären Zielsetzungen, ihre Geldanlage mit ihren persönlichen Werten²³² in Einklang zu bringen,²³³ einen positiven sozialen Wandel herbeizuführen²³⁴ und zu einer aktiven „Mitgestaltung und -steuerung wirtschaftlicher Prozesse“²³⁵ beizutragen. Dabei wollen sie die Investitionen so steuern, dass auf der einen Seite ökologisch und sozial unerwünschtes Verhalten vermieden und auf der anderen Seite für eine nachhaltige Entwicklung erwünschtes Handeln gefördert wird.²³⁶ Im Fokus dieser Förder- und Vermeidungsstrategien stehen Produkte bzw. Dienstleistungen, deren Herstellung sowie die Philosophie bzw. die Werte der Unternehmen.²³⁷ Damit verbunden ist auch zwangsläufig

²³¹ Vgl. Fung/Law/Yau (2010), S. 1.

²³² Die persönlichen Werte sind hier nicht nur moralisch zu verstehen, sondern können auch nicht-finanzielle Eigeninteressen wie die persönliche Gesundheit eines Individuums darstellen.

²³³ Vgl. Domini (2001), S. 13.

²³⁴ Vgl. Budde (2008), S. 34.

²³⁵ Gabriel/Schlagnitweit (2009), S. 10f.

²³⁶ Vgl. Gabriel (2007), S. 81.

²³⁷ Vgl. Woodward (2000), S. 1322.

fig der Versuch, das Verhalten der Konsumenten, Manager und Investoren zu beeinflussen.²³⁸ Das Kernziel von SRI ist die Steigerung der CSR um eine nachhaltigere Entwicklung zu gewährleisten.²³⁹ Aber auch Länder, die von unterdrückenden Regimen beherrscht werden bzw. Umweltstandards und Menschenrechte nicht anerkennen, können das Ziel der SRI-Bewegung werden.²⁴⁰ Demzufolge können SRI auch auf eine politische Veränderung von Staaten zugunsten einer nachhaltigeren Entwicklung abzielen.

Bekanntlich lassen sich Ziele auf unterschiedliche Weise mit unterschiedlichen Strategien erreichen und so finden zum Erreichen der genannten nicht-finanziellen Zielen sämtliche Methoden in unterschiedlicher Weise Anwendung. Um ein Ziel möglichst effektiv zu erreichen, gilt es die am besten geeignete Methode zu wählen. Werden nun neben den nicht-finanziellen auch finanzielle Ziele verfolgt, kann eine direkte Strategie gewählt werden, bei der es gilt, jene Methode zu wählen, die auf der einen Seite das IOS möglichst wenig einschränkt und auf der anderen Seite das Erreichen des nicht-finanziellen Ziels gewährleistet.

Durch den Ausschluss von Assets vom IOS, die aus der individuellen Perspektive mit moralisch nicht akzeptablen Produkten, Produktionsprozessen und Geschäftspraktiken Gewinne erwirtschaften, lässt sich das Portfolio in Einklang mit den persönlichen Werten bringen um das eigene Gewissen zu entlasten,²⁴¹ so dass das Portfolio einem moralischen Mindestniveau entspricht.²⁴² Beispiele für diesen passiven Investmentansatz auf Basis von Negativ- bzw. Ausschlusskriterien auf der Unternehmensseite sind die Produktion und der Handel mit Alkohol, Tabakwaren und Atomenergie sowie auf Seiten der Staaten, jene die das Kyoto-Protokoll nicht unterzeichnet haben²⁴³ bzw. in denen durch unterdrückende Regime Menschenrechtsverletzungen stattfinden.²⁴⁴

Das Ziel einen Beitrag für einen positiven sozialen Wandel und nachhaltige Entwicklung zu leisten, lässt sich mit gezielten Investitionen in wünschenswerte Projekte bei Sozialbanken und Mikrofinanzinstituten sowie in Unternehmen, die mit ihren Produkten und Herstellungsverfahren sowie ihrer Unternehmensphilosophie zu einer nachhaltigen Entwicklung beitragen, verfolgen.²⁴⁵ Mit diesem passiven Ansatz sollen ge-

²³⁸ Vgl. Hoffmann/Scherhorn/Busch (2004), S. 2.

²³⁹ Vgl. Ulshöfer (2009), S. 35f.

²⁴⁰ Vgl. Kinder/Lydenberg/Domini (1993), S. 61.

²⁴¹ Vgl. Gabriel/Schlaginitweit (2009), S. 87.

²⁴² Vgl. Harrington (1992), S. 106.

²⁴³ Vgl. Gabriel (2007), S. 86.

²⁴⁴ Vgl. Aßländer/Schenkel (2009), S. 52.

²⁴⁵ Vgl. Budde (2008), S. 37f.

zielte Investitionen in Unternehmen getätigt werden, die sich aufgrund bestimmter sozialer, ökologischer und ethischer Positivkriterien bezüglich ihrer Produkte und Dienstleistungen, Herstellungsverfahren sowie Unternehmensphilosophie positiv vom übrigen Markt abheben.²⁴⁶ Hierzu zählt auch der Best-in-Class-Ansatz, bei dem keine Branche bzw. Produkte oder Dienstleistungen von vornherein ausgeschlossen werden und gezielt Investitionen in jene Unternehmen einer Branche erfolgen, die den höchsten Beitrag für eine nachhaltige Entwicklung leisten und somit gegenüber den Konkurrenten nach ESG-Aspekten einen Wettbewerbsvorteil besitzen bzw. gemäß dem Pionier-Ansatz eine Vorreiterrolle in Bezug auf ökologisch und sozial verantwortliches Handeln einnehmen.²⁴⁷

Über das Shareholder-Engagement in Form eines ganzjährigen konstruktiven Dialoges mit der Unternehmensführung sowie dem Wahrnehmen der Aktionärsrechte durch das Ausüben von Stimmrechten, Stellen von Anträgen bzw. Gegenanträgen auf der Jahreshauptversammlung werden Signale an das Unternehmen gesendet und von den Investoren der Versuch unternommen das Verhalten des Unternehmens direkt zu beeinflussen.²⁴⁸ So kann das Unternehmen dazu angehalten werden, ökologische, soziale und ethische Ziele stärker zu verfolgen sowie eine größere unternehmerische Verantwortung für eine nachhaltige Entwicklung zu übernehmen.²⁴⁹ Im Unterschied zu den beiden zuerst genannten Methoden, die sich auf sämtliche Assets anwenden lassen, erfordert der Shareholder-Aktivismus eine direkte Beteiligung an einem Unternehmen in Form einer Aktie oder einer finanziellen, nicht an der Börse gehandelten Unternehmensbeteiligung.²⁵⁰

Alternativ lassen sich Ziele auch mit einer indirekten Strategie und mittels Umwegen erreichen. Dies ist zwar unter Umständen weniger effektiv, kann aber in Anbetracht der Kosten des Shareholder-Engagements für die Investoren wie z.B. Anreise zur Jahreshauptversammlung, Zeitaufwand, etc. deutlich effizienter sein.

Mit der Methode, über eine veränderte Nachfragesituation am Finanzmarkt die Kapitalausstattung eines Unternehmens zu beeinflussen,²⁵¹ wird der Versuch unternommen, ökologisch und sozial gewünschte Aktivitäten der Unternehmen zu fördern und unerwünschte zu vermeiden.²⁵² Dabei soll durch den Ausschluss von Unternehmen mit ökologisch, sozial und ethisch problematischen Produkten, Dienstleistungen und

²⁴⁶ Vgl. Haigh (2006), S. 992.

²⁴⁷ Vgl. Dannheisig et al.(2008), S. 185.

²⁴⁸ Vgl. Faust/Schulz (2008), S. 149.

²⁴⁹ Vgl. Miller (1991), S. 32.

²⁵⁰ Vgl. Gabriel/Schlaginitweit (2009), S. 148f, 160f.

²⁵¹ Vgl. Winnet/Lewis (2000) S. 336.

²⁵² Vgl. Fung/Law/Yau (2010), S. 65.

Produktionsmethoden sowie gezielten Investitionen in Unternehmen mit aus ESG-Gesichtspunkten wünschenswertem Verhalten ein Wettbewerb zu mehr Nachhaltigkeit induziert werden.²⁵³ Dabei scheint insbesondere der Best-in-Class-Ansatz als besonders geeignet, um innerhalb einer Branche einen Wettbewerb zur Förderung sozialer und ökologischer Aspekte zu schaffen bzw. diesen zu verstärken.²⁵⁴

Die Logik dahinter besagt, dass ein Unternehmen mit einem höheren Aktienkurs und somit einem höheren Unternehmenswert günstigere Finanzierungsmöglichkeiten, eine bessere Ressourcenausstattung und folglich eine größere Wettbewerbsfähigkeit besitzt.²⁵⁵ Demzufolge wird über eine gesteigerte Nachfrage Druck auf das Management eines Unternehmens ausgeübt und dazu angehalten, künftig sozial und ökologisch verantwortungsvoll zu handeln.²⁵⁶ Selbstverständlich kann diese Methode Marktsignale bzgl. eines gewünschten bzw. ungewünschten Verhalten zu setzen, auch von Investoren mit rein monetären Interessen gewählt werden, wenn diese aufgrund von Aktivitäten, die auf eine nachhaltige Entwicklung abzielen, ihre Renditen gefährdet sehen, so dass sich die Marktsignale unter Umständen aufheben können.

Allerdings werden der indirekten Methode zur Verfolgung von sozialen, ökologischen und ethischen Zielen aufgrund der verhältnismäßig geringen Kapitalmacht von SRI-Fonds gegenüber konventionellen Fonds nur geringere Erfolgsaussichten bescheinigt.²⁵⁷ Im Umkehrschluss bedeutet dies jedoch auch, dass mit einer steigenden Kapitalmacht von SRI die Erfolgsaussichten ansteigen. Dann ist zumindest denkbar, dass eine indirekte Beeinflussung der Unternehmen über den Kapitalmarkt durch SRI möglich ist und SRI ihre Wirkung für mehr Nachhaltigkeit entfalten könnten. Für diese These spricht z.B., dass laut einer Emnid-Umfrage in Deutschland mehr als 83 Prozent der Menschen ökologische und soziale Kriterien in die Entscheidung bei ihrer Altersvorsorge miteinbeziehen wollen,²⁵⁸ das starke Wachstum von SRI in den vergangenen Jahren²⁵⁹ sowie „die geänderte Einstellung der Öffentlichkeit bei der Bewertung der Produkt- und Geschäftspolitik der Unternehmen“²⁶⁰. Ein weiteres Gegenargument zur verhältnismäßig geringen Kapitalmacht von SRI-Fonds ist in der Tatsache zu sehen, dass eine Fondsanlage nicht die einzige Möglichkeit ist, Geldanlagen mit nicht-monetären Zielen zu verbinden. Zudem dürfte sich

²⁵³ Vgl. Gabriel (2008), S. 33.

²⁵⁴ Vgl. Hoffmann/Scherhorn/Busch (2004), S. 7.

²⁵⁵ Vgl. Harrington (1992), S. 124.

²⁵⁶ Vgl. Ulshöfer (2009), S. 36.

²⁵⁷ Vgl. Haigh (2006), S. 991.

²⁵⁸ Vgl. Krebs (2006).

²⁵⁹ Vgl. Bakshi (2007), S. 526.

²⁶⁰ Aßländer/Schenkel (2009), S. 48.

das nach ESG-Kriterien gescreente Volumen an Wertpapieren im Besitz von privaten Anlegern nicht erfassen lassen, da diese Entscheidungen zum einen nicht veröffentlicht werden und zum anderen sich eine derartige Umfrage als äußerst aufwendig darstellen würde.²⁶¹

3.3.2 Umsetzung der Methoden zur Erreichung nicht-monetärer Ziele

Der Shareholder-Aktivismus und die damit verbundene Ausübung der Stimmrechte hängt vom Aktienbesitz und der Kapitalbeteiligung und somit von der Investitionssumme in das Unternehmen ab. Die Umsetzung und die Möglichkeiten des Shareholder-Aktivismus bei der Jahreshauptversammlung ist über das Aktiengesetz klar geregelt.²⁶² Der direkte Austausch mit der Unternehmensführung sowie das Einwirken auf das Management, soweit dieses sich am Diskurs beteiligt, lässt sich hingegen unter Einhaltung der gängigen Kommunikationsnormen völlig frei gestalten.²⁶³ Da diese Art des Engagements für alle Investoren und nicht nur für SRI gilt, wird von einer detaillierteren Darstellung abgesehen.

In Verbindung mit SRI ist jedoch auf folgende Besonderheiten des Shareholder-Engagements hinzuweisen. Die Stimmrechte können an spezialisierte Stimmrechtsverwalter abgetreten werden, so dass einerseits Stimmen gebündelt und ESG-Anliegen durchsetzungsfähiger vorgebracht werden können.²⁶⁴ Der Shareholder-Aktivismus dürfte insbesondere dann an seine Grenzen stoßen, wenn ein Rüstungs- oder Tabakkonzern dazu aufgefordert wird, sein spezifisches Geschäftsfeld, in dem er sich auskennt und wettbewerbsfähig ist, aufzugeben. Daher bietet es sich für solche Unternehmen an, dass sich der Shareholder-Aktivismus auf periphere Felder wie Umwelt, Arbeitsbedingungen, Marketing, etc. konzentriert.²⁶⁵ Seine beste Wirkung dürfte das Shareholder-Engagement entfalten, wenn die ESG-Ziele möglichst allen Investoren dienen und eine win-win-Situation besteht.²⁶⁶

Bei der Umsetzung der Ausschlusskriterien kann entweder das den ESG-Ansprüchen des Investors als nicht ausreichend beurteilte Wertpapier einerseits von vornherein vom Kauf ausgeschlossen oder aber andererseits mittels einer Exit-Strategie verkauft werden.²⁶⁷ Hierbei kann jedoch das Problem auftreten, dass Ausschlusskri-

²⁶¹ Vgl. Rosen (2009), S. 85f.

²⁶² Vgl. Schneeweiß (2002), S. 48f.

²⁶³ Siehe Kapitel 3.3.1.

²⁶⁴ Vgl. Ulshöfer/Bonnet (2009), S. 14.

²⁶⁵ Vgl. Dreblow (2005b), S. 23.

²⁶⁶ Vgl. Fung/Law/Yau (2010), S. 19.

²⁶⁷ Vgl. Faust/Schulz (2008), S. 150.

terien ein Portfolio zu stark einschränken und sich die Ausschlusskriterien nicht mehr umsetzen lassen, da gar keine Investitionen mehr getätigt werden können.²⁶⁸ Diese Problematik des Ausschlusses von Unternehmen betrifft insbesondere Konzerne, die sowohl in gewünschten als auch ungewünschten Geschäftsfeldern tätig sind, sowie Unternehmen, deren Produkte zwar nicht einem problematischen Geschäftsfeld zuzuordnen sind, dort jedoch als kritisches Zulieferprodukt zum Einsatz kommt.²⁶⁹ Eine Lösung dieses Problems ist, die Anlageentscheidung „[b]y setting a percentage limit of acceptable involvement in an unacceptable industry“²⁷⁰ wieder handhabbar zu machen.

Bei der Umsetzung der Positivkriterien erfolgen Investitionen insbesondere in Unternehmen, deren Geschäftsfelder beispielsweise im Bereich der erneuerbaren Energien, der Produkte zur Steigerung der Energieeffizienz, der Entwicklung alternativer Antriebskonzepte oder der umweltverträglichen Herstellung von Nahrungsmitteln liegen bzw. gemäß dem Best-in-Class-Ansatz in solche Unternehmen, welche im Vergleich zum Branchendurchschnitt in herausragender Weise die ESG-Kriterien erfüllen.²⁷¹ Der Best-in-Class-Ansatz ist jedoch häufig der Kritik ausgesetzt, dass auch Investitionen in Unternehmen mit problematischen Geschäftsfeldern erfolgen können, so dass der Best-in-Class-Ansatz häufig in Kombination mit Negativ- und/oder Positivkriterien vorzufinden ist.²⁷² Im Gegensatz zu den harten Ausschlusskriterien, die unter allen Umständen erfüllt sein müssen, lassen sich die weicheren Positivkriterien miteinander verrechnen,²⁷³ sind aber daher auch für die Entscheidungsfindung weniger eindeutig²⁷⁴ und infolgedessen schwieriger zu handhaben.

SRI auf Basis von Negativ- und Positivkriterien können bei der Anlageentscheidung auf Investmentfonds, Zertifikaten und Bankeinlagen aber auch in Aktien, Unternehmens- und Staatsanleihen, Immobilien sowie in der Geldanlage als Gesellschafter Anwendung finden.²⁷⁵ Auf der Basis von Negativ- und Positivkriterien vergeben ethische, soziale bzw. ökologische Banken Kredite, so dass über eine Geldanlage bei einem solchen Institut auch persönliche Negativ- und Positivkriterien berücksichtigt werden können.²⁷⁶ Positivkriterien lassen sich auch mittels einer Investition in Mikrokreditfonds verfolgen, so dass das zur Verfügung gestellte Kapital Kleingewerbetrei-

²⁶⁸ Vgl. Harrington (1992), S. 110.

²⁶⁹ Vgl. Aßländer/Schenkel (2009), S. 55f.

²⁷⁰ Vgl. Domini (2001), S. 54.

²⁷¹ Vgl. Faust/Schulz (2008), S. 151f.

²⁷² Vgl. Gabriel (2007), S. 86f.

²⁷³ Vgl. Schäfer (2009), S. 65f.

²⁷⁴ Vgl. Harrington (1992), S. 19.

²⁷⁵ Vgl. Schneeweiß (2002), S. 19-43.

²⁷⁶ Vgl. Gabriel/Schlagnitweit (2009), S. 99f.

benden in Entwicklungs- und Schwellenländern, die keinen Zugang zu den üblichen Bankkrediten haben, Investitionen in ihr Unternehmen ermöglicht²⁷⁷ und ein Beitrag zu deren wirtschaftlichen Entwicklung und somit zur Armutsbekämpfung geleistet wird.²⁷⁸ Die Geldanlage bei einer an ESG-Kriterien ausgerichteten Bank bzw. in einem Mikrokreditfonds hat das gemeinsame Ziel, einen Beitrag zum positiven sozialen Wandel zu leisten.

Damit die Negativ- und Positivkriterien zum Einsatz kommen können, ist zunächst eine Bewertung der nicht-finanziellen Ziele vorzunehmen. Auf dieser Basis können einerseits mittels der absoluten Bewertung und der Verwendung von Negativkriterien bestimmte Assets aus dem Portfolio ausgeschlossen werden. Andererseits kann mit der relativen Bewertung in der Form des Aufstellens von Positivkriterien und/oder der Verwendung eines Punktesystems eine Rangfolge der Assets nach ESG-Kriterien gebildet werden.²⁷⁹ Die Expertengruppe von der aufgestellten „Darmstädter Definition Nachhaltiger Geldanlagen“ einigte sich darauf, dass die Kriterien von SRI die Einhaltung der 10 Prinzipien des UN Global Compacts erfordern, wenngleich diese spezifiziert wurden²⁸⁰ und im Kriterienkatalog des Frankfurt-Hohenheimer Leitfadens (FHL) mit 850 Einzelkriterien,²⁸¹ die wohl umfassendste und detaillierteste Auflistung beinhaltet, so dass sich daraus eine systematische Begründung der einzelnen Negativ- und Positivkriterien ableiten lässt.

Ein Problem bei der Bewertung ist die Quantifizierung von qualitativen Begriffen – wie z.B. Kreativität – die sich nur als Informationen umschreiben lassen. Da sich jedoch auch Wünsche und Ziele qualitativ formulieren lassen, können diese mit der Realität verglichen werden.²⁸² Somit können qualitative ESG-Kriterien, wie der Umgang mit der Umwelt, Beziehungen zur Gesellschaft und Arbeitnehmern, die Produktqualität und das Verhalten gegenüber Kunden, der Umgang mit Frauen und Minderheiten entweder erreicht oder verfehlt werden²⁸³ und folglich in die Bewertung eingehen. Mit der Auswahl der Kriterien stellt sich immer die Frage, welche Kriterien berücksichtigt werden, ob der Vollständigkeit genüge getan wird, wo die quantitativen und qualitativen Grenzen für Ausschlusskriterien zu ziehen sind und was letztlich noch als akzeptabel und was eben als unakzeptabel gilt.²⁸⁴ Hier hat sich der Entscheider, um überhaupt zu einer Entscheidung zu kommen, als Satisficer zu ver-

²⁷⁷ Vgl. Hoelz (2008), S. 123.

²⁷⁸ Vgl. Wisniwski (2008), S. 485.

²⁷⁹ Vgl. Schneeweiß (2002), S. 99-103.

²⁸⁰ Vgl. Hoffmann/Scherhorn/Busch (2004), S.6f; vgl. United Nations Global Compact (2011).

²⁸¹ Vgl. Gabriel 2007), S. 129.

²⁸² Vgl. Hoffmann/Scherhorn/Ott (1997), S. 239-242.

²⁸³ Vgl. Kinder/Lydenberg/Domini (1993) S. 61-69.

²⁸⁴ Vgl. Aßländer/Schenkel (2009), S. 53-55.

halten und eine Entscheidung darüber zu treffen, inwieweit er den hier genannten Problemstellungen gerecht wird.

Zudem kann ein Trade-Off zwischen Positiv- und Negativkriterien bestehen, den es abzuwägen gilt,²⁸⁵ und für welchen eine kluge Entscheidung zu treffen ist, die unter Umständen nicht den ursprünglich aufgestellten und präferierten Kriterien entspricht. So sind Länderkriterien für Unternehmen ungeeignet, wenn diese „in Ländern, die das Kyoto-Protokoll nicht unterzeichnet haben, internationale Umweltstandards einhalten.“²⁸⁶ Denn gerade dieses Handeln des Unternehmens kann einen wichtigen Beitrag zur Förderung von internationalen Umweltstandards in diesem Land leisten und die Anerkennung des Kyoto-Protokolls vorantreiben.

3.3.3 Historischer Überblick über Methoden und Kriterien von SRI

Negativkriterien geben einerseits einen Rahmen vor, welche Assets aus dem Portfolio auszuschließen sind bzw. zeigen den Shareholder-Aktivisten an, wo Handlungsbedarf besteht. Der zuerst genannte sehr einfache Ansatz mit Ausschlusskriterien trat im Zusammenhang mit Investitionen bereits im 17. Jahrhundert auf, als Quäker Gewinne aus Krieg und Sklavenhandel ablehnten²⁸⁷ und wurde in den 1920er auf die sogenannten „Sin Stocks“ Alkohol, Tabak und Glücksspiel erweitert. In den 1960er und 70er Jahre entschieden sich Investoren für den Ausschluss von Dow Chemicals, dem Produzenten des im Vietnam-Krieg eingesetzten Brandbeschleunigers Napalm, aus ihrem Portfolio, da sie mit dem Leid anderer Menschen keine Gewinne erzielen wollten.²⁸⁸ Neben diesen sozialen Faktoren gewannen zur gleichen Zeit auch ökologische Faktoren an Bedeutung und fanden ihren Weg in die Anlageentscheidung.²⁸⁹

Im Anschluss an die Negativkriterien, die SRI der ersten Generation, führte die wachsende Bedeutung ökologischer Faktoren in der zweiten Hälfte der 1980er zum Wunsch der Anleger, Umwelttechnologien gezielt zu fördern, so dass Positivkriterien als SRI der zweiten Generation in die Anlageentscheidung Einzug erhielten²⁹⁰ und in der Folge um soziale Aspekte erweitert wurden.²⁹¹ Der Best-in-Class Ansatz wird als SRI der dritten Generation verstanden und lässt sich im Gegensatz zu den Negativ-

²⁸⁵ Vgl. Harrington (1992), S. 19.

²⁸⁶ Aßländer/Schenkel (2009), S. 53.

²⁸⁷ Vgl. Kinder/Lydenberg/Domini (1993), S. 12.

²⁸⁸ Vgl. Sparkes (2002), S. 48f.

²⁸⁹ Vgl. McKenzie (1992), S. 41.

²⁹⁰ Vgl. Schneeweiß (2002), S. 90f.

²⁹¹ Vgl. Gabriel (2007), S. 92.

und Positivkriterien, welche das Anlageuniversum aufgrund gewünschter bzw. ungewünschter sozialer und ökologischer Handlungsfelder einschränkt, auf alle Unternehmen anwenden, da kein Unternehmen alleine schon aufgrund seiner Geschäftstätigkeit ausgeschlossen wird.²⁹²

Während Anfang der 1970er Jahre Resolutionen für eine Stärkung der CSR von Seiten der Shareholder abgelehnt wurden,²⁹³ fanden diese 1977, mit dem Ziel der Apartheid in Südafrika entgegenzutreten, erstmals Gehör und den Weg auf die Agenda von Jahreshauptversammlungen. Mitte der 1980er Jahre führte dies zu einem aktiven Verkauf von Anteilen an Unternehmen, die in Südafrika tätig waren, da von politischer Seite Kapitalbeschränkungen gegenüber Südafrika eingeführt wurden, um Druck auf das Apartheid-Regime auszuüben, was letztlich auch erfolgreich war.²⁹⁴ Auch infolge von Umweltzerstörungen wie Bhopal sowie Delphin-unfreundlichen Fangmethoden von Thunfisch bezogen Shareholder Stellung, um Schaden aufgrund von Konsumentenboykotten und Strafzahlungen aufgrund von Verstößen gegen umweltrechtliche Verfehlungen abzuwenden.²⁹⁵ An dieser Stelle ist jedoch anzumerken, dass die historischen Beispiele des Shareholder-Aktivismus in erster Linie auf rein monetären Interessen beruhen und mit dem Ziel der Steigerung des Unternehmensgewinns und somit dem Unternehmenswert einhergehen.

Dieser geschichtliche Verlauf zeigt auch den Wertewandel, der sich im Zeitverlauf vollzogen hat. So war der Ausschluss von „Sin Stocks“ bei den Quäkern religiös motiviert und von einer höheren Instanz (Gott) vorgegeben. Der Ausschluss von Unternehmen wie Dow Chemicals basiert auf persönlichen Werten und somit einer tiefen inneren Motivation, dass diese Art der Geschäftstätigkeiten abzulehnen ist. Daraus ist dann der Wunsch gewachsen, nicht nur mit gewissen Dingen nichts zu tun haben zu wollen, sondern auch einen positiven Beitrag für eine bessere Zukunft und einen positiven gesellschaftlichen Wandel zu leisten. Die Erweiterung um den Best-in-Class-Ansatz und das damit verbundene Ziel, Unternehmen über einen positiven Anreiz zu einer höheren CSR zu bewegen, zeigt, dass Investoren ihr Handlungsfeld erweitern und somit einen breiteren Einfluss auf die Unternehmen, unter Umständen auch jene der „Sin Stocks“, nehmen wollen.

Demzufolge handelt es sich bei SRI um einen fortlaufenden Prozess. Es treten neue Problemstellungen auf und es werden Lösungsansätze entwickelt, wie man mit den neuen Herausforderungen umgehen kann. Letztlich zeigt sich, dass SRI ebenso wie

²⁹² Vgl. Schneeweiß (2002), S. 91f.

²⁹³ Vgl. Harrington (1992), S. 8f.

²⁹⁴ Vgl. Domini (2001), S. 34-36.

²⁹⁵ Vgl. Sparkes (2002), S. 58-62.

die nachhaltige Entwicklung ein fortlaufender Suchprozess ist, in dem Lösungen für Probleme entwickelt werden. Diese Lösungen befriedigen aber nicht zu hundert Prozent und es kommen nach einiger Zeit neue Probleme und Ziele auf, die es zu lösen gilt und die den Prozess weiter vorantreiben.

3.4 Verwendung von SRI-Methoden als Strategie zur Optimierung des Portfolios²⁹⁶

Unter der Annahme, dass sich eine an ökologischen, sozialen und ethischen Zielen orientierte Unternehmenspolitik positiv auf den Gewinn des Unternehmens auswirkt,²⁹⁷ lassen sich mit SRI nicht nur nicht-monetäre, sondern auch monetäre Ziele verfolgen.²⁹⁸ Folglich können auch ökologische, soziale und ethische Faktoren als Indikatoren – ESG-Key-Performance-Indikatoren (ESG-KPI) – für die finanzielle Performance herangezogen werden, so dass die Vermutung aufgestellt werden kann, dass sich mit einer höheren bzw. gesteigerten CSR der finanzielle Unternehmenswert erhöhen lässt.²⁹⁹ Aus diesem Sachverhalt resultieren zwei wesentliche Fragen: (1) Auf welchen Hypothesen gründen sich die Annahmen, dass sich ESG-Kriterien als Performance-Indikatoren bzw. eine auf CSR abzielender Shareholder-Aktivismus eignen, und was sind diese Hypothesen wert? (2) Wie ist SRI als Strategie zur Steigerung der finanziellen Performance zu verwenden modelltheoretisch zu bewerten?

3.4.1 Implikationen von SRI-Strategien auf die Performance – die Hypothesen

„There are plenty of examples of how bad corporate practice with regard to consumers, the environment or human rights have impacted company financial performance. The relationship between key sustainability issues and investment value drivers is clearly vital for SRI and mainstream investors interested in the financial performance of their investments. Identifying these sustainability issues and understanding how they link with investment value drives in many represents the 'holy grail'“³⁰⁰. Anhand dieser sogenannten Schlüsselindikatoren lassen sich demzufolge

²⁹⁶ Strategien, welche sich aufgrund von Implikationen von SRI auf dem Finanzmarkt ergeben können, werden in Kapitel 4.2.1 hergeleitet.

²⁹⁷ Vgl. Ulshöfer (2009), S. 30.

²⁹⁸ Vgl. Wagner (2008), S. 508.

²⁹⁹ Vgl. Schäfer (2009), S. 76f.

³⁰⁰ Oulton/Hancock (2005), S. 44.

Anlagestrategien unter Berücksichtigung der ESG-Kriterien ableiten, die zunächst erörtert und dann in Form einer Hypothese zusammengefasst werden. Die wichtigsten ESG-KPI betreffen den Geschäftsverlauf, die Lage sowie die erwartete Entwicklung einer Branche.³⁰¹ Entscheidend hierfür ist jedoch die Annahme, dass die mit den nicht-monetären ESG-Zielen verbundenen Handlungen – die CSR – eine ökologische bzw. soziale Wirkung entfachen und in Form einer Corporate Social Performance (CSP) zu messen sind,³⁰² so dass sich daraus die ESG-KPI ableiten lassen.

Ökologisch und sozial induzierte Risiken können ganze Branchen betreffen, wie z.B. steigende Energiekosten, aber auch Einzelfallcharakter haben, wie z.B. Boykottaufrufe durch NGOs nach sozialen bzw. ökologischen Verfehlungen, so dass intangible Werte wie Reputation und Markenwert beschädigt werden und mit großem Aufwand und hohen Marketingkosten wieder hergestellt werden müssen³⁰³ oder aufgrund der Missachtung von Umweltstandards empfindliche Strafen zu befürchten sind.³⁰⁴ Dies führt zur Annahme, dass mit sozialen und ökologischen Risiken behaftete Branchen, wie z.B. die Atomenergie, aber auch Unternehmen, die aufgrund ökologischer Verfehlungen auffallen (werden)³⁰⁵ – z.B. British Petroleum (BP) im Jahr 2010 aufgrund der Explosion der Erdölplattform im Golf von Mexiko sowie die dadurch ausgelöste Umweltkatastrophe – zur Reduzierung des Portfoliorisikos diese Assets aus dem Portfolio ausgeschlossen werden können.

Hypothese 1: Mit Hilfe von ESG-KPI in Form von Negativkriterien und dem damit verbundenen Ausschluss von Unternehmen lässt sich das Risiko minimieren.

Die sechs wichtigsten globalen Kernherausforderungen für eine nachhaltige Entwicklung im 21. Jahrhundert – auch als „Big Six“ bezeichnet – sind der Klimawandel, die absolute Armut, die Süßwasserknappheit und -verschmutzung, die Entwaldung und Desertifikation, Biodiversitätsverluste sowie das globale Bevölkerungswachstum und die damit verbundene Migration.³⁰⁶ Hieraus lässt sich eine Anlagestrategie in jene Geschäftsfelder ableiten, die mit ihren Produkten und Dienstleistungen dazu beitragen, diese Probleme zu lösen, so dass „[e]ine vorrangige Konzentration des Nachhaltigen Investments auf die ‚Big Six‘ [...] einen hohen Zielbeitrag insgesamt [gewährleistet]“³⁰⁷. Zudem wird angenommen, dass die Auseinandersetzung eines Unternehmens mit dem Thema Nachhaltigkeit das Innovationspotenzial und die Mit-

³⁰¹ Vgl. Hesse (2008), S. 13.

³⁰² Vgl. Ransome/Sampford (2010), S. 25; vgl. Schranz (2007), S. 23.

³⁰³ Vgl. Schaltegger (2008), S. 72f.

³⁰⁴ Vgl. Fung/Law/Yau (2010), S. 74.

³⁰⁵ Vgl. Kapitel 3.4.2.1.

³⁰⁶ Vgl. Hesse (2008), S. 8.

³⁰⁷ Ebenda (2008), S. 13.

arbeiterzufriedenheit steigert.³⁰⁸ Auch das Weiter- und Wiederverwenden sowie Weiterverarbeiten von Abfällen kann einen effizienteren Umgang mit Ressourcen und somit auch Gewinnsteigerungen mit sich bringen.³⁰⁹ Außerdem können Unternehmen, die sich durch positive soziale und ökologische Aspekte auszeichnen, wie z.B. ein hohes Niveau an Aus- und Weiterbildungsmöglichkeiten für Mitarbeiter oder eine hohe Energieeffizienz, positive Ertragschancen nachgesagt werden.³¹⁰

Hypothese 2: Mit Hilfe von ESG-KPI als Positivkriterien und der damit verbundenen zielgerichteten Investition in nachhaltige Unternehmen lässt sich eine hohe Rendite erzielen.

Umwelt- und Sozialstandards können als ESG-KPI und somit als Trend- und Benchmark-Indikatoren für ökonomische Performance herangezogen werden.³¹¹ Trifft man nun die Annahme, dass diese ESG-KPI einen positiven Effekt auf die Performance eines Wertpapiers haben, so kann mittels des Best-in-Class-Ansatzes eine Outperformance erzielt werden.

Nachhaltiges Handeln ist mit deutlichen Wettbewerbsvorteilen verbunden. So senkt eine erhöhte Energieeffizienz die Betriebskosten und innovative Produkte eröffnen bzw. erleichtern den Zugang zu neuen Märkten und ein gutes Nachhaltigkeitsmanagement steigert die Reputation und somit die Attraktivität des Unternehmens für besonders qualifizierte Mitarbeiter.³¹² Da Reputation auch als ein Vertrauensvorschuss für die Zukunft und die Erfüllung von Erwartungen zu verstehen ist,³¹³ können damit sowohl ein geringeres Risiko als auch höhere Erträge assoziiert werden.

Des Weiteren wird vermutet, dass sich einerseits die Management-Kompetenzen sowie das Wissen innerhalb der Organisation über den Markt, die sozialen, politischen, technologischen und andere Umwelteinflüsse steigert und andererseits die Reputation und den ideellen Firmenwert erhöht.³¹⁴ Es lässt sich somit festhalten, „CSR kann [...] als Signal für eine besonders hohe *Qualität und Kompetenz* der *Unternehmensleitung* verstanden werden. So impliziert [...] eine Ausrichtung der Unternehmenspolitik auf CSR eine Zukunfts- und Langfristorientierung des Managements. Der offensive und proaktive Umgang mit sozialen und ökologischen Themen befähigt Unternehmensleitungen [...], *frühzeitig systematische Risiken* und *Megarisiken* sowie solche Mikro- und Makrotrends zu erkennen, die zu Wettbewerbsvorteilen

³⁰⁸ Vgl. Schaltegger (2008), S. 73.

³⁰⁹ Vgl. Fung/Law/Yau (2010), S. 76.

³¹⁰ Vgl. Wagner (2008), S. 511.

³¹¹ Vgl. Hesse (2008), S. 14.

³¹² Vgl. Hoelz (2008), S. 110.

³¹³ Vgl. Schranz (2007), S. 76f.

³¹⁴ Vgl. Orlitzky/Schmidt/Rynes (2003), S. 407.

führen.“³¹⁵ Mit CSR wird ein allgemein höheres Verantwortungsbewusstsein des Management assoziiert. Dies impliziert die Vermutung, dass mit einer hohen CSR auch eine stärkere Wahrnehmung von Shareholder-Interessen verbunden ist.³¹⁶ Demzufolge ist anzunehmen, dass eine gute soziale und ökologische Performance ein ausschlaggebendes Indiz für ein „gutes“ Management ist, das auch eine gute finanzielle Performance erwarten lässt.³¹⁷

Diese und weitere plausible Erklärungen sprechen für die positive Wirkung von ökologischen, sozialen und ethischen Aspekten auf die finanzielle Performance eines Unternehmens bzw. im Umkehrschluss für einen negativen Einfluss, wenn ökologische, soziale und ethische Aspekte nicht beachtet werden.³¹⁸ Dannheisig et al. (2008) begründen die daraus abgeleitete Vermutung für das Realisieren einer Outperformance mit Hilfe des Best-in-Class-Ansatzes mit folgenden zentralen Argumenten:

- „Die ökologisch und sozial gewichtete Best-in-Class-Auswahl bevorzugt stabile und konkurrenzfähige Unternehmen für die Anlage.
- Sie sind bei Nachhaltigkeit das Maß für die Entwicklung von Konkurrenten in der Industrie. Da hier die gesamte Wertschöpfung analysiert wurde, liegt die Vermutung nahe, dass diese Unternehmen technologisch führend sind.
- Unternehmen können direkt von umweltfreundlichen Markttrends profitieren und sind potenziellen, rechtlichen und gesetzgeberischen Risiken weniger ausgesetzt. [...]
- Mittel- und langfristig sind die Unternehmen durch Berücksichtigung nachhaltiger Standards sehr viel stabiler und ertragsreicher.“³¹⁹

Hypothese 3: Mit dem Best-in-Class-Ansatz lässt sich unter der Verwendung von ESG-KPI eine Outperformance erzielen.

Aufgrund der genannten Gründe, die zu einer Minimierung des Risikos sowie der Steigerung der Ertragskraft bzw. der Performance des Unternehmens beitragen, macht es für die Investoren nach finanziellen Gesichtspunkten Sinn, für mehr Nachhaltigkeit und eine stärkere Verfolgung der CSR und der damit verbundenen Umsetzung von ESG-KPI einzutreten. Hierbei bietet sich für die Investoren als Teileigentümer eines Unternehmens die Möglichkeit, mit dem Management in einen direkten

³¹⁵ Schäfer (2009), S. 75f.

³¹⁶ Vgl. Ransome/Sampford (2010), S. 23f.

³¹⁷ Vgl. Aßländer/Schenkel (2009), S. 50.

³¹⁸ Vgl. Flotow (2008), S. 304.

³¹⁹ Dannheisig et al. (2008), S. 183f.

Dialog zu treten und so dieses zur Steigerung der CSR und Verfolgung von ESG-Zielen anzuhalten bzw. bei der Abstimmung auf der Jahreshauptversammlung einen Beitrag zur Erreichung von Nachhaltigkeitszielen und letztlich auch finanziellen Zielen zu leisten.³²⁰

Hypothese 4: Das Eintreten für eine stärkere CSR und der damit verbundenen Umsetzung von ESG-KPI mittels des Shareholder-Engagement steigert die finanzielle Performance eines Unternehmens.

3.4.2 Implikationen von CSR auf die Performance im modelltheoretischen Rahmen

3.4.2.1 Shareholder-Aktivismus aus der betriebswirtschaftlichen Perspektive

Wenn man den Shareholder-Aktivismus sowohl in Bezug auf eine gesteigerte CSR als auch in Bezug auf die finanzielle Performance erfolgreich gestalten will, so gilt es, die betriebswirtschaftliche Perspektive und nicht jene der Portfoliooptimierung einzunehmen und die Frage zu stellen: Mit welchem finanziellen Nutzen sowie den dabei entstehenden Kosten gehen mit einer gesteigerten CSR sowie den damit verbundenen Maßnahmen einher, damit diese zu einer Win-Win-Situation von monetären und nicht-monetären Interessen führen und nicht als „überflüssiger Luxus“ gelten?³²¹

Auf der Nutzenseite der CSR sind hierbei die Risikominimierung, Chancenrealisierung, Kostensenkung, Innovations- und Reputationssteigerung und auf der Kosten- seite die dafür benötigten Ressourcen und finanziellen Mittel zu nennen.³²² Es besteht durchaus die Gefahr, dass durch neue Investitionen z.B. in energieeffizientere Produktionsanlagen oder spezielle Mitarbeiterprogramme ein ökologischer bzw. sozialer Beitrag geleistet und Reputation aufgebaut wird. Kommt diese erhöhte Reputation beim Kunden jedoch nicht in der Form an, dass er bereit ist, einen höheren Preis für das Produkt bzw. die Dienstleistung zu bezahlen, so ist die CSR-Maßnahme in Bezug auf den ökonomischen Erfolg fehlgeschlagen.³²³ Daher muss eine gesteigerte CSR die Kernkompetenzen eines Unternehmens stärken und folglich proaktiv und unternehmensspezifisch in der Strategie des Unternehmens verankert sein, damit die CSR Wettbewerbsbeiträge generieren und letztlich einen Beitrag

³²⁰ Vgl. Budde (2008), S. 2.

³²¹ Vgl. Schäfer (2009), S. 79.

³²² Vgl. Schaltegger (2008), S. 63-65.

³²³ Vgl. Schaltegger/Synnestvedt (2002), S. 340.

zum immateriellen Vermögenswert leisten kann.³²⁴ Damit dies gewährleistet ist, bedarf es einer systematischen, detaillierten ökonomischen Analyse und Bewertung der Umwelt- und Sozialmaßnahmen.³²⁵

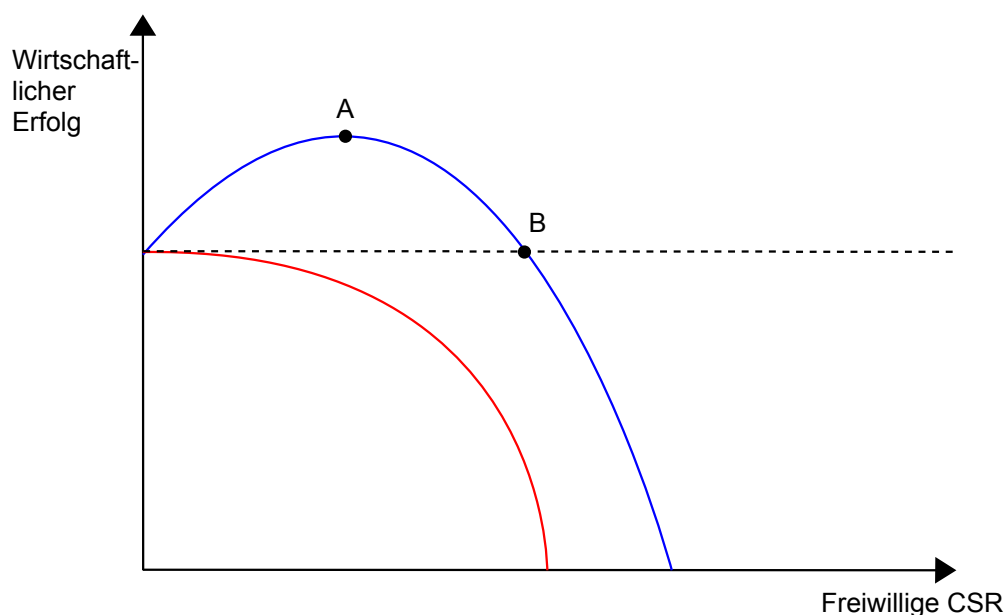


Abbildung 12: Zusammenhang zwischen freiwilliger CSR und wirtschaftlichem Erfolg

Quelle: in Anlehnung an Schaltegger/Synnestvedt (2002), S. 341

Für den Zusammenhang zwischen freiwilliger CSR, jene die über die rechtliche und wirtschaftlich zwingend erforderliche hinausgeht, und wirtschaftlichem Erfolg gibt es zwei Meinungen. Die erste Meinung besagt, dass jede freiwillige CSR-Maßnahme den wirtschaftlichen Erfolg schmälert – in Abbildung 12 durch die rote Linie dargestellt. Die zweite Meinung besagt, dass es CSR-Maßnahmen gibt, die zum wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens beitragen und andere, die den wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens reduzieren – in Abbildung 12 durch die blaue Linie veranschaulicht. In Punkt A wird der für den wirtschaftlichen Erfolg der optimale Umfang an freiwillige CSR geleistet. Alle auf der blauen Kurve liegenden CSR-Maßnahmen, die links von A liegen, leisten einen positiven Wertbeitrag zum wirtschaftlichen Erfolg, alle, die rechts von A vorzufinden sind, reduzieren den wirtschaftlichen Erfolg bis letztlich in Punkt B, der finanzielle Aufwand für die freiwillige CSR den daraus resultierenden finanziellen Ertrag aufbraucht. Rechts von Punkt B übertrifft der Aufwand der CSR den damit einhergehenden wirtschaftlichen Erfolg, so dass sich der Unternehmenswert reduziert. Da zu beiden Meinungen Beispiele zu finden sind, ist anzunehmen, dass die Wahrheit zwischen beiden Kurven liegt und insbesondere

³²⁴ Vgl. Schäfer (2009), S. 73.

³²⁵ Vgl. Schaltegger (2008), S. 63-65.

von der Unternehmenspolitik und -strategie, in die die CSR zu integrieren ist, abhängt. Um das Ziel einer Steigerung des wirtschaftlichen Erfolgs mit CSR-Maßnahmen zu erreichen, sind folglich jene Maßnahmen zu identifizieren, die einen positiven Beitrag für den wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmen leisten, und anschließend möglichst effizient zu implementieren.³²⁶

Da die CSR-Maßnahmen unter dem Gesichtspunkten des wirtschaftlichen Erfolgs immer im unternehmensspezifischen Kontext zu prüfen sind,³²⁷ ist das Nachahmen wirtschaftlich erfolgreicher CSR-Maßnahmen anderer Unternehmen³²⁸ nicht zwangsläufig zu empfehlen. Folglich ist immer eine situations- und kontextabhängige Prüfung und die damit verbundene Bildung rationaler Erwartungen über die monetären Implikationen der CSR-Maßnahmen erforderlich.

Aufgrund der unterschiedlichen Wirkungen von CSR-Maßnahmen auf die Performance ist Hypothese 4 differenziert zu betrachten. Der Shareholder-Aktivismus bietet sich zur Steigerung des Unternehmenswertes nur an, wenn mit den damit verbundenen CSR-Maßnahmen ein ökonomischer Erfolgsbeitrag für das Unternehmen geleistet wird. Problematisch dürften sich jedoch aufgrund unternehmensspezifischen Besonderheiten die Einschätzungen der einzelnen Maßnahmen auf den finanziellen Erfolg des Unternehmens gestalten. Da diese Einschätzung unter anderem auch unternehmensinterne Informationen erfordert, die dem außenstehenden Investor nicht zur Verfügung stehen, ist Hypothese 4 auch für aus ökonomischer Sicht vielversprechende CSR-Maßnahmen anderer Unternehmen fragwürdig.

3.4.2.2 Bedeutung von SRI-Screening-Methoden im Angesicht der Fundamentalanalyse und der EMH

Zunächst einmal ist festzustellen, dass soziale, ökologische und ethische ebenso wie sämtliche andere Performance-Indikatoren auf Basis einer Fundamentalanalyse gewonnen werden, um in deren Abhängigkeit rationale Erwartungen über die finanziellen Chancen und Risiken eines Wertpapiers bilden zu können.³²⁹ ESG-KPI müssen mit der finanziellen Performance positiv korreliert sein, um diese positiv beeinflussen zu können.³³⁰

³²⁶ Vgl. Ebenda, S. 68-70.

³²⁷ Vgl. Ebenda, S. 73f.

³²⁸ Vgl. Schaltegger/Synnestvedt (2002), S. 341.

³²⁹ Vgl. Romeo/Serajuddin (2001), S. 57-60.

³³⁰ Vgl. Orlitzky/Schmidt/Rynes (2003), S. 496.

Bezogen auf die Hypothese 1 bedeutet dies, dass jene Assets, die aufgrund der ESG-KPI ein hohes Risiko aufweisen, ein hohes finanzielles Risiko erwarten lassen und daher auszuschließen sind. Bzgl. Hypothese 2 ergibt sich, dass, wenn die sozialen, ökologischen und ethischen Performance-Indikatoren große Chancen bergen, eine hohe finanzielle Rendite zu erwarten ist und demzufolge verstärkt in dieses Asset zu investieren ist. Hypothese 3 verspricht eine Outperformance für jene Assets, die sich gemäß dem Best-in-Class-Ansatz aus ESG-Gesichtspunkten positiv vom Benchmark abheben und infolgedessen eine bessere Performance erwarten lassen.

ESG-KPI³³¹ sind um so besser geeignet, je stärker die Nachhaltigkeitsaspekte auf Kosten, Risiken, Ertragschancen, etc. des betrachteten Assets wirken. Da der Investmenterfolg aber immer von den zukünftigen Ereignissen abhängt und es bzgl. der Zukunft unterschiedliche Erwartungen gibt, gibt es auch keine Sicherheit darüber, inwieweit Indikatoren für die zukünftige Performance tatsächlich geeignet sind.³³² Zudem ist anzunehmen, dass ESG-KPI nicht die am meisten entscheidenden Faktoren für die finanzielle Performance eines Assets sind.³³³ Denn der finanzielle Erfolg eines Unternehmens dürfte in erster Linie von für das Unternehmen fundamentalen Dingen wie z.B. der Finanzstruktur oder wettbewerbsfähigen Produkten abhängen. Bei den hergestellten Produkten kann es sich dabei durchaus um Zigaretten, Panzer für unterdrückende Regime oder ähnliches handeln, die den ESG-KPI aus der Perspektive der Nachhaltigkeit widersprechen.

Eine positive Korrelation von Indikatoren und der finanziellen Performance erfordert empirische Gesetzmäßigkeiten, die auf Erfahrungen basieren. Aber es ist fraglich, inwieweit Umwelteinflüsse antizipiert werden können, und welches Erfahrungswissen eingebracht werden kann.³³⁴ Da Erfahrungen jedoch nicht zu den wissenschaftlich stichhaltigen Argumenten zählen, dürfen diese auch nicht einfach übernommen werden. Daher sind für die Prognose des künftigen Unternehmenserfolges Kausalzusammenhänge aufzustellen, und es ist nur dann auf Erfahrungswerte zurückzugreifen, wenn diese Kausalzusammenhänge nicht vorliegen. Bei den Informationen der Vergangenheit sind jene herauszufiltern, die sich in die Zukunft fortschreiben

³³¹ Entsprechend den betrachteten Hypothesen beziehen sich ESG-KPI entweder auf das Risiko, die Ertragschancen oder die finanzielle Performance. Aus Vereinfachungsgründen wird im folgenden des Kapitels 4.3.2.2 von Risiko, Ertragschancen und der Performance an sich nicht unterschieden und der allgemeine Begriff finanzielle Performance bzw. finanzieller Erfolg verwendet.

³³² Vgl. Flotow (2008), S. 305.

³³³ Vgl. Moskowitz (1972), S. 74.

³³⁴ Vgl. Ballwieser (2007), S. 14.

lassen.³³⁵ Damit Werte aus der Vergangenheit, wie die ESG-KPI, für die Zukunft angenommen werden können, bedarf es konsistenten und plausiblen Annahmen.³³⁶

Es ist darauf hinzuweisen, dass die in Kapitel 3.4.1 genannten Hypothesen ebenso wie die den Hypothesen zugrunde liegenden ESG-KPI plausibel erscheinen. Allerdings sind sie auch kritisch zu hinterfragen und in Bezug auf ihre modelltheoretische Konsistenz zu prüfen.

Bei der Bestimmung der ESG-KPI sind unternehmensexterne und -interne Veränderungen abzuschätzen³³⁷ und somit Erwartungen zu bilden, die auf subjektiven Meinungsbildern basieren. Dies wird insbesondere dadurch erschwert, dass entsprechenden Indikatoren immer im unternehmensspezifischen Kontext und unternehmenskonformen Strategie zu sehen und zu bewerten sind.³³⁸ Diese Indikatoren beinhalten eine große Anzahl an Informationen und unterliegen einer subjektiven Bewertung, so dass sich diese nicht zwangsläufig in verallgemeinerter Form als Performance-Indikator nutzen lassen.³³⁹ Daneben kann das Abgrenzungsproblem „[t]he more socially responsible companies tend to be more profitable, but it is not at all certain which comes first. One can also argue that the more profitable companies can afford to be more responsible“³⁴⁰ auftreten, so dass sich zwar ein Zusammenhang erkennen, jedoch nicht der Wirkungszusammenhang von sozialen, ökologischen und ethischen Aspekte auf die finanzielle Performance bestimmen lässt. Dies kann dann zur Folge haben, dass ein als ESG-KPI identifiziertes soziales, ökologisches bzw. ethisches Ziel, wenn es von einem den gleichen Rahmenbedingungen ausgesetzten Unternehmen verfolgt wird, die finanzielle Performance wider Erwarten nicht steigert, sondern schmälert, weil die Kosten für ESG-Aktivitäten den damit einhergehenden wirtschaftlichen Erfolg übersteigen.³⁴¹

Da alle Informationen, auch soziale, ökologische und ethische Aspekte des Unternehmens in Bezug auf das Risiko und/oder den erwarteten finanziellen Ertrag bereits im Kurs enthalten sind, widersprechen die Hypothesen 1 bis 3 der Random-Walk-Theorie.³⁴² Da es sich bei den ESG-KPI nicht um Informationen aus Kursen der Vergangenheit handelt, ist festzuhalten, dass das Erzielen einer Outperfor-

³³⁵ Vgl. Ebenda, S. 22.

³³⁶ Vgl. Kuhner/Maltry (2006), S. 98f.

³³⁷ Vgl. Flotow (2008), S. 304.

³³⁸ Vgl. Schaltegger (2008), S. 73.

³³⁹ Vgl. Bossche (2010), S. 1167.

³⁴⁰ Moskowitz (1972), S. 74.

³⁴¹ Eine ausführliche modelltheoretische Darstellung, wie die Verfolgung nicht-finanzielle Ziele die finanzielle Performance beeinflusst, und welche die Probleme damit verbunden sind, folgt in Kapitel 3.4.2.1.

³⁴² Vgl. Sparkes (2002), S. 242; vgl. Kapitel 2.2.1.

mance mit Hilfe von ESG-KPI nur bei einer schwachen bzw. mittelstrengen Informationseffizienz möglich erscheint. Dies erfordert jedoch auch, dass man aufgrund der ESG-KPI über einen Wissensvorsprung gegenüber dem Markt verfügt, so dass sich zumindest ein Trend des Aktienkurses, also die Richtung der zufälligen Kursänderung, voraussagen lässt.³⁴³ Da es am Finanzmarkt jedoch an einer ausreichenden Transparenz für ökologische, soziale und ethische Aspekte mangelt, sind diese Faktoren zur Bildung rationaler Erwartungen über die Rendite und das Risiko auszuschließen.³⁴⁴ Demzufolge kann die mittelstrenge Informationseffizienz als gegeben angenommen werden und das Erzielen einer Outperformance mittels ESG-KPI ist folglich nur mit Hilfe von Insiderinformationen möglich. Dies bedeutet, dass sich die Hypothesen 1 bis 3 nur anwenden lassen, wenn es sich aus ESG-Gesichtspunkten um Insiderinformationen handelt. Beispielhaft anzuführen wäre ein noch nicht in den Medien veröffentlichtes Wissen, wie beispielsweise eine durch einen von einem Unternehmen verursachten Unfall bei einer Erdölbohrung und einer damit einhergehenden Umweltkatastrophe oder der Ausgang eines Gerichtsprozesses, der das Patent für ein lebensrettendes Medikament bestätigt.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Hypothesen 1 bis 3 aus modelltheoretischer Sicht gemäß der Random-Walk-Hypothese nicht konsistent sind. Aus der Sicht der EMH sind die Hypothesen 1 bis 3 somit nur denkbar, wenn es sich hierbei um relevante Insiderinformationen handelt.

3.4.2.3 Implikationen von SRI-Screening-Methoden auf die Performance aus der Sicht der Portfoliotheorie

Die Anzahl der Assets n steht mit den Portfolioanteilen x_i in einer inversen Beziehung, und es gilt: $x_i = 1/n$. Demzufolge erhält man aus Gleichung (8)³⁴⁵ das Portfoliorisiko σ_p^2 gemäß Gleichung (30) aus der durchschnittlichen Varianz $\bar{\sigma}_i^2$ und der durchschnittlichen Kovarianz $\bar{\sigma}_{i,j}^2$ der unsicheren Renditen sowie der Anzahl der Assets n . Sie besagt, dass sich mit einer steigenden Anzahl an Assets n das unsystematische Risiko der Assets σ_i^2 immer weiter diversifizieren lässt, so dass letztlich nur noch das systematische Risiko auf der rechten Seite des Term

³⁴³ Vgl. Kapitel 2.2.1.

³⁴⁴ Vgl. Flotow (2008). S. 304.

³⁴⁵
$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n (x_i^2 \sigma_i^2) + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n (x_i x_j \sigma_{i,j}) \quad (8).$$

der Gleichung (30) verbleibt.³⁴⁶ Als unsystematische Risiken werden Risiken mit Einzelfallcharakter bezeichnet. Sie sind nur sehr schwierig oder gar nicht zu prognostizieren, lassen sich jedoch mittels Diversifikation im Gegensatz zum systematischen Risiko eliminieren.³⁴⁷

$$\sigma_p^2 = \frac{1}{n} \overline{\sigma_i^2} + \frac{n-1}{n} \overline{\sigma_{i,j}} \quad (30)$$

$$\text{mit} \quad \overline{\sigma_i^2} = \sum_{i=1}^n \sigma_i^2 / n \quad \text{und} \quad \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \frac{\sigma_{i,j}}{n(n-1)}$$

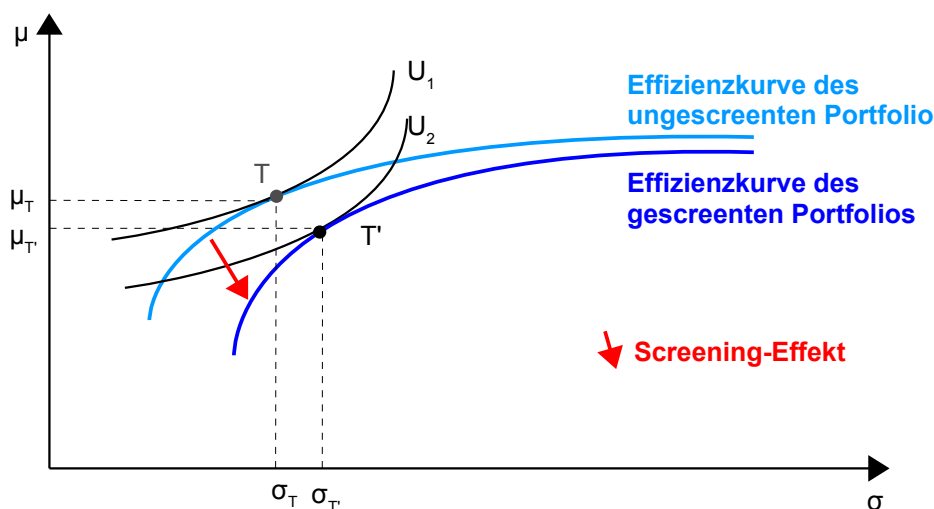


Abbildung 13: Auswirkungen des Screenings im Modell von Markowitz (1952)

Quelle: in Anlehnung an Steiner/Bruns (2007), S. 13

Sowohl Negativ- als auch Positivkriterien ebenso wie der Best-in-Class-Ansatz engen durch den Ausschluss von ökologisch, sozial und ethisch ungewünschten bzw. die gezielte Investitionen in ökologisch, sozial und ethisch wünschenswerte Assets, das IOS ein und es steht eine geringere Anzahl an Assets n zur Verfügung. Demzufolge verringern sich gemäß Gleichung (30) bei allen drei Strategien die Diversifikationseffekte und das Portfoliorisiko steigt an. Somit lässt sich aus dem Maximierungsproblem der Gleichung (10) die angestrebte Mindestrendite nur mit einem höheren Risiko und somit einer ineffizienteren Portfolioallokation erreichen. Graphisch ist dieser Screening-Effekt im Modell von Markowitz (1952) durch eine Stauchung der Effizienz-Kurve des ungescreenten hin zum gescreenten Portfolios nach rechts unten in Abbildung 13 dargestellt. Durch das Screening ergibt sich das nutzenmaximale Portfolio bei einem höheren Risiko σ^{348} und einer geringeren erwarteten Rendi-

³⁴⁶ Vgl. Elton et al. (2007), S. 58f.

³⁴⁷ Vgl. Steiner/Bruns (2007), S. 53f; vgl. Kapitel 3.4.3.2.

³⁴⁸ $\sigma_{T'} > \sigma_T$.

te μ^{349} bei einem geringeren Rendite-Risiko-Verhältnis im Tangentialpunkt T' sowie beim gegenüber U_1 niedrigeren Nutzenniveau U_2 .³⁵⁰ Noch deutlicher werden die Screening-Effekte im Modell von Tobin (1958) – siehe Abbildung 14 – wo es aufgrund des Diversifikationsverlustes ebenfalls zu einer Stauchung der Effizienzkurve nach rechts unten kommt, so dass sich das neue gescreente Marktportfolio bei einer höheren erwarteten Rendite μ^{351} und einem höheren Risiko σ^{352} sowie bei einem geringeren Rendite-Risiko-Verhältnis in Punkt M' einstellt³⁵³ und die Effizienzgerade sich um den risikolosen Zinssatz r_f nach rechts unten dreht.

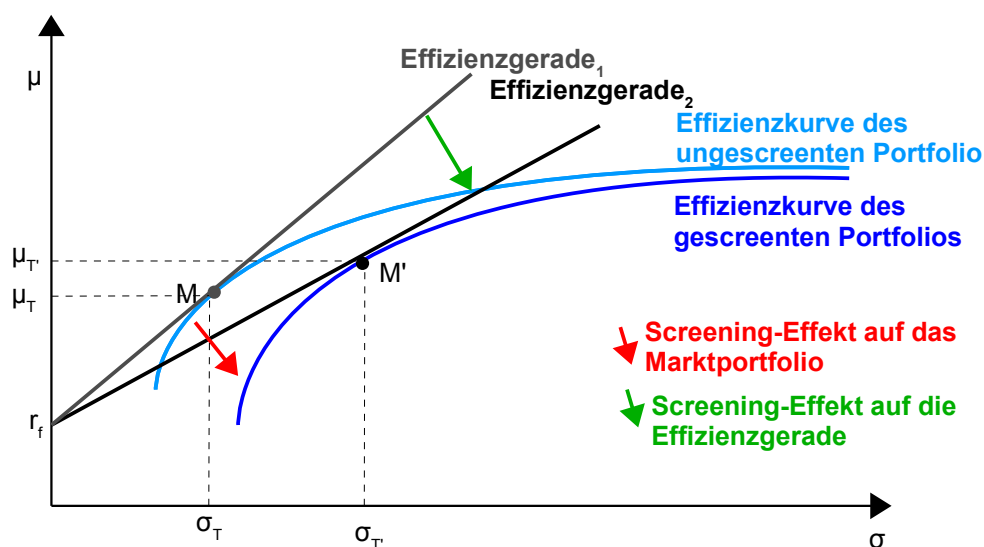


Abbildung 14: Auswirkungen des Screenings im Modell von Tobin (1958)

Quelle: in Anlehnung an Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 263

Neben dieser technischen Analyse, die allen drei Screening-Hypothesen widerspricht, kann man das Ziel einer Portfoliooptimierung mittels Screening modelltheoretisch auch argumentativ untersuchen. Gemäß der Portfoliotheorie nach Markowitz (1952) ist der Investor bestrebt, mittels Diversifikation eine möglichst optimale erwartete Rendite-Risiko-Konstellation seines Portfolios zu erreichen.³⁵⁴ Dies bedeutet

³⁴⁹ $\mu_{T'} < \mu_T$.

³⁵⁰ Einerseits senkt ein negativer Einkommenseffekt bei konstantem Rendite-Risiko-Verhältnis die erwarteten Rendite μ und erhöht das Risiko σ . Diesem Einkommenseffekt wirkt andererseits der Substitutionseffekt entgegen, welcher das Rendite-Risiko-Verhältnis erhöht, so dass bei einem risikoaversen Investor ein Teil des höheren Risikos durch einen weiteren Verzicht bei der erwarteten Rendite μ kompensiert wird. Demzufolge kommt es insgesamt zu einem Rückgang der erwarteten Rendite μ und einem Anstieg des Risikos σ im Portfolio.

³⁵¹ $\mu_{T'} > \mu_T$.

³⁵² $\sigma_{T'} > \sigma_T$.

³⁵³ Auch hier senkt der negative Einkommenseffekt die bei einem konstanten Rendite-Risiko-Verhältnis die erwarteten Rendite μ und erhöht das Risiko σ . Der Substitutionseffekt senkt das Rendite-Risiko-Verhältnis, so dass es hier aufgrund der Möglichkeit Kapital zum risikolosen Zinssatz r_f anlegen zu können, zu einem Substitutionseffekt kommt, der die Einbußen bei der erwarteten Rendite μ durch ein höheres Risiko σ kompensiert lässt. Somit kommt es insgesamt zu einem Anstieg der erwarteten Rendite μ und einem Anstieg des Risikos σ .

³⁵⁴ Vgl. Kapitel 2.2.2.1.

jedoch nicht, dass er jene Assets mit einem höheren Risiko und einer höheren erwarteten Rendite ausschließt, um so das Risiko seines Portfolios zu minimieren. Ebenso wenig wird er versuchen, lediglich die Rendite seines Portfolios mit einer stärkeren Aufnahme von Assets mit einer höheren erwarteten Rendite und einem höheren Risiko zu maximieren. Vielmehr wird er versuchen sein Portfolio gemäß einer optimalen Konstellation aus erwarteter Rendite und Risiko zusammenzustellen.

Unter der zusätzlichen Annahme Tobins (1958), Kapital zu einem risikolosen Zinssatz am Markt anlegen bzw. leihen zu können, verlieren die Hypothesen 1 und 2 noch mehr an Bedeutung. Denn die Erhöhung der erwarteten Rendite lässt sich nun mittels einer Kreditaufnahme zum risikolosen Zinssatz und einer Anlage des Vermögens sowie des Kredits in das vollkommen diversifizierte Marktportfolio erhöhen bzw. lässt sich das Portfoliorisiko mit einem steigenden Anteil der Geldanlage zum risikolosen Zinssatz minimieren. Folglich sind gemäß der modernen Portfoliotheorie Hypothese 1 und 2 nicht konsistent. Da die neoklassische Portfoliotheorie nach Markowitz (1952) und Tobin (1958) keine Über- bzw. Unterperformance vorsieht und eine optimale Rendite-Risiko-Konstellation anstrebt, ist von der Möglichkeit eine überdurchschnittliche Performance auf Basis von ESG-KPI vorauszusagen, abzusehen und folglich auch Hypothese 3 zu verwerfen. Weiterhin ist zu bedenken, dass eine stärkere Fokussierung des Portfolios modelltheoretisch zu einer sinkenden Performance des Portefeuilles führt.

Im CAPM beinhaltet das systematische Marktrisiko sämtliche Risiken am Markt, denen ein Unternehmen am Markt ausgesetzt ist, und ist perfekt diversifiziert, so dass sämtliche unsystematische Risiken sich bereits aufgehoben haben.³⁵⁵ Dieses systematische Risiko geht gemäß Gleichung (14)³⁵⁶ mit dem unternehmensspezifischen Faktor β_i in das Rendite-Risiko-Verhältnis ein. Demzufolge verfügen Unternehmen, die einem geringeren systematischen Risiko ausgesetzt sind, über einen niedrigen und jene, mit einem hohen systematischen Risiko, über einen hohen Beta-Faktor und dementsprechend auch nach Gleichung (14) über eine niedrige bzw. hohe Risikoprämie und folglich über eine niedrige bzw. hohe erwartete Rendite.

In ähnlicher Weise werden auch die Hypothesen 1 und 2 begründet: Es gibt Assets mit einem geringeren Marktrisiko, da diese bei sozialen, ökologischen und ethischen Aspekten einem geringeren Marktrisiko ausgesetzt sind. Hypothese 1 verschweigt jedoch, dass dies auch mit einer geringeren erwarteten Rendite einhergeht und der Ausschluss von risikoreicheren Aspekten zu Diversifikationsverlusten und folglich

³⁵⁵ Vgl. Steiner/Bruns (2007), S. 54f.

³⁵⁶ $\mu_i = r_f + \beta_i(\mu_M - r_f)$ (14)

zur Aufnahme unsystematischer Risiken ins Portfolio führt. Diese Aufnahme des unsystematischen Risikos erhöht den Anteil unsystematischer Risiken am Gesamtrisiko des Portfolios, so dass sich das Gesamtrisiko um den schwierig zu prognostizierenden Faktor des unsystematischen Risikos erhöht. Kurz: Die Reduzierung des systematischen Risikos wird durch eine Erhöhung des unsystematischen Risikos erkaufte. Umgekehrt gilt für Hypothese 2, dass es Assets mit einer höheren erwarteten Rendite gibt, wenngleich nicht darauf hingewiesen wird, dass damit auch immer ein höheres Risiko einhergeht. Eine Konzentration des Portfolios auf diese risikoreicheren Assets hat zur Folge, dass auch hier das unsystematische Risiko Einzug ins Portfolio erhält und das Gesamtrisiko zusätzlich um das unsystematische Risiko erhöht. Da im CAPM eine Outperformance und eine höhere erwartete Rendite als jene, die sich aus der mit dem unternehmensspezifischen Faktor β_i gewichteten Marktrisikoprämie ergibt, nicht vorsieht, wird der Modellrahmen des CAPM verlassen, so dass aus modelltheoretischer Sicht von Hypothese 3 Abstand zu nehmen ist.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Sicht der Kapitalmarkttheorien von der Möglichkeit der Optimierung des Portfolios durch die drei genannten Screening-Methoden modelltheoretisch nicht konsistent ist. Somit sind die Hypothesen 1 bis 3 aus Sicht der Kapitalmarkttheorien zu verwerfen.

Zahlreiche empirische Studien zur Performance von SRI kamen zu unterschiedlichen Ergebnissen.³⁵⁷ Im Großen und Ganzen ist festzuhalten, dass SRI und konventionelle Anlagenstrategien in der Vergangenheit eine vergleichbare Performance erzielten³⁵⁸ und SRI bisher auch nicht signifikant schlechter als der Benchmark abgeschnitten haben.³⁵⁹ Diese Messergebnisse scheinen bei einem sehr großen IOS und einer Einschränkung des Anlageuniversums um nur wenige Assets durchaus plausibel, da sich aufgrund der in Abhängigkeit von n inversen Funktion des unsystematischen Risikos $\overline{\sigma_i^2}/n$ dieses nur geringfügig bzw. nicht messbar erhöht. Alternativ ist es auch denkbar, dass die erwarteten Rendite von Assets mit wünschenswerten ESG-Kriterien stark mit jenen Assets gemäß Gleichung (6)³⁶⁰ korreli-

³⁵⁷ Vgl. Fung/Law/Yau (2010), S. 67; vgl. Rosen (2009), S. 87; vgl. Rosen/Flotow (2003), S. 14; vgl. Schröder (2008); vgl. Sparkes (2002), S. 244-271.

³⁵⁸ Vgl. Bauer/Koedijk/Otten (2005), S. 1753f; vgl. Flotow (2008), S. 304; vgl. Renneboog/Ter Horst/Zhang (2008), S. 303.

³⁵⁹ vgl. Rosen/Flotow (2003), S. 14; vgl. Schröder (2008), S. 531; vgl. Kreander et al. (2005), S. 1469.

³⁶⁰
$$\rho_{i,j} = \frac{Cov[\tilde{r}_i, \tilde{r}_j]}{\sqrt{Var[\tilde{r}_i]} \sqrt{Var[\tilde{r}_j]}} \quad (6)$$

ren, so dass sich aufgrund des hohen Korrelationskoeffizienten das Portfoliorisiko laut Gleichung (8)³⁶¹ nicht diversifizieren lässt.

Abschließend ist noch auf die Besonderheit der Geldanlage in Form von Festgeld, Sparbuch und Festgeld bei ethisch, sozial, und ökologisch geprägten Banken hinzuweisen. Diese erwirtschaften in der Regel bei der gleichen Anlageform die gleiche Rendite wie jene Produkte von herkömmlichen Banken erzielen.³⁶² Da sämtliche Banken in Deutschland über eine garantierte Einlagenversicherung verfügen,³⁶³ kann diese Geldanlage als risikolos angenommen werden, so dass bei der Möglichkeit Geld risikolos anlegen zu können, diese Art der Geldanlage nach ESG-Gesichtspunkten mit dem Portfolio-Modell nach Tobin (1958) modelltheoretisch konsistent ist.

$$^{361} \quad \sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n (x_i^2 \sigma_i^2) + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n (x_i x_j \sigma_{i,j}) \quad (8)$$

³⁶² Vgl. Gabriel/Schlagnitweit (2009), S. 121.

³⁶³ Vgl. Bundesverband deutscher Banken (2011).

4. Ökonomische Implikationen von SRI-Screenings

4.1 Nutzen maximierendes Verhalten der SRI-Investoren

Die Analyse inwieweit mit SRI monetäre und nicht-monetäre Eigeninteressen bzw. moralische Interessen verfolgt werden, erfolgt im Modell von Schramm (2006).³⁶⁴ Dabei besteht die große Herausforderung in der Ermittlung der Motivation, weil die Entscheidung für SRI anonym getroffen wird und nicht direkt beobachtbar ist.³⁶⁵

Die Problematik aus der Anlageentscheidung die Motivation ableiten zu können, ergibt sich auf verschiedenen Ebenen. Zunächst liegt die Tatsache vor, dass mit Geldanlagen immer finanzielle Ziele verbunden sind und sei es eine Nullrendite. Infolgedessen ist an dieser Stelle zwischen SRI, von denen der Investor eine Performance über, gleich oder unter dem Marktniveau erwartet zu unterscheiden. Da beim Verfolgen von monetären und nicht-monetären Zielen für den Fall, dass eine Überperformance bzw. eine dem Markt entsprechende Kursentwicklung angestrebt wird, befinden sich die SRI für den Investor in einer win-win-Situation. Folglich stellt die zusätzliche nicht-monetäre Rendite ein „free lunch“ dar, das der Investor aus ökonomischen Gründen auf jeden Fall realisiert. Folglich ist, um dem Trade-Off zwischen finanziellen und nicht-finanziellen Zielen gerecht zu werden, davon auszugehen, dass SRI eine geringere finanzielle Performance erwarten lassen. Infolgedessen entstehen dem Investor mit der Verfolgung nicht finanzieller Ziele Kosten in Form von monetären Performanceeinbußen.

Also handelt ein Investor der SRI als Strategie zur Performance-Optimierung ebenso wie der SRI-Investor, der eine Performance entsprechend dem Marktniveau anstrebt, gemäß ökonomisch₁, so dass mit der Geldanlage in SRI das Ziel der Maximierung des monetären Eigennutz verfolgt wird. Werden zusätzlich nicht-monetäre Ziele mit der Geldanlage verbunden, die zu Lasten der finanziellen Performance gehen, jedoch die nicht-monetären Eigennutzinteressen des Investors befriedigen, so maximiert der Anleger gemäß ökonomisch₂ seinen Eigennutz. Hierzu zählen Geldanlagen in gesellschaftliche Projekte, die eine geringere Rendite als der Markt versprechen, an deren positiven gesellschaftlichen Entwicklung der Investor jedoch partizipiert.³⁶⁶ Neben den finanziellen und nicht-finanziellen Zielen können außerdem moralische Interessen bei der Geldanlage berücksichtigt werden. Diese morali-

³⁶⁴ Vgl. Kapitel 2.3.2.

³⁶⁵ Vgl. Säve-Söderbergh (2010), S. 272.

³⁶⁶ Vgl. Budde (2008), S. 8.

schen Interessen schmälern den monetären Eigennutz des Investors.³⁶⁷ Durch das Verfolgen der moralischen Interessen bei der Geldanlage stiften diese ihm ein gutes Gefühl³⁶⁸, so dass er einen psychologischen Nutzen aus den SRI zieht und folglich gilt: „[SRI] bring an added ‚moral‘ dividende“³⁶⁹. Also maximiert der Investor gemäß ökonomisch₃ seinen Nutzen. Da diese moralische Dividende bereits bei der Geldanlage anfällt und zu Lasten der finanziellen Ziele und somit des Konsums in der Zukunft geht, findet bei der SRI-Anlage gemäß Gleichung (29)³⁷⁰ ein Nutzentransfer von der Zukunft in die Gegenwart statt.

Für Unternehmen, zu denen auch Banken zählen, geht somit die Verantwortung für die Investoren über die Maxime von Friedman (1970) „The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits“³⁷¹ hinaus. Das Unternehmen ist demnach nicht nur verpflichtet den monetären Nutzen, sondern den Nutzen der Investoren an sich, zu steigern. Hierzu zählen auch die nicht-finanziellen Eigennutzinteressen und moralische Interessen der Investoren.³⁷² Demzufolge kann der Begriff Shareholder Value deutlich weitreichender gefasst werden als der bloße monetäre Unternehmenswert.

Letztlich maximieren alle drei Investoren, ob sie mit Hilfe von SRI versuchen den monetären Eigennutz zu steigern, zusätzlich nicht-monetäre Eigennutzinteressen bei der Geldanlage zu Lasten der monetären Interessen oder sogar moralische Interessen zu Lasten der Eigennutzinteressen bei der Geldanlage berücksichtigen entsprechend ökonomisch₁, ökonomisch₂ bzw. ökonomisch₃ ihren Nutzen. Demzufolge sind SRI aus allen drei Perspektiven als Nutzen steigernd anzusehen. Dabei gehen finanzielle, persönliche und moralische Gründe in die Entscheidung für SRI ein.^{373, 374}

Zum Abschluss und zur Verdeutlichung ein etwas unrealistisches, dafür sehr anschauliches Beispiel: Ein Investor wählt zur Verbrennung von Hausmüll die kosten-

³⁶⁷ Hier wäre es zwar durchaus denkbar, dass die moralischen Interessen lediglich zu Lasten der nicht-monetären Eigennutzinteressen bei der Geldanlage gehen, und folglich die monetären Eigennutzinteressen nicht beeinträchtigt werden. Jedoch können diese mit den SRI einhergehenden Eigeninteressen zuvor nur zu Lasten der monetären Eigennutzinteressen erworben worden sein, so dass diesbezüglich ein direkter Zusammenhang zwischen den monetären Eigennutzinteressen und moralischen Interessen besteht.

³⁶⁸ Vgl. Fung/Law/Yau (2010), S. 48.

³⁶⁹ Haigh (2006), S. 1003.

³⁷⁰
$$\max \{ U_{i,0}(Z_{i,0}) + \sum_{t=1}^T E[U_{i,t}(Z_{i,t})] \} \quad (29)$$

³⁷¹ Friedman (1970).

³⁷² Miller (1991), S. 8.

³⁷³ Vgl. Fung/Law/Yau (2010), S. 47.

³⁷⁴ Hinweis: Moralische Interessen sind nicht mit Eigennutzinteressen gleichzusetzen – vgl. Kapitel 2.3.2.

günstige Variante „offenes Kamin im heimischen Wohnzimmer“. Es entstehen ihm nur geringe Investitionskosten und keinerlei Kosten für etwaige Filteranlagen, so dass er seinen Gewinn aus der erhaltenen Müllgebühr abzüglich den entstandenen Anfangskosten maximiert. Nun erfährt er, dass diese Art der Müllverbrennung seiner persönlichen Gesundheit schadet und er Ausgaben für Medikamente tätigen oder Filteranlagen in seinem Unternehmen installieren muss. Solange die Investitionen in die Filteranlagen die Kosten für die Medikamente nicht übersteigen, handelt der Investor gemäß ökonomisch₁ aus rein monetären Interessen. Gehen seine Investitionen in die Filteranlagen jedoch über die Kosten für Medikamente hinaus und erfährt er durch seinen guten Gesundheitszustand einen immateriellen Nutzen des Sich-Gut-Fühlens, so befriedigt er auf diese Weise mit seiner Geldanlage zu Lasten seiner monetären Eigennutzinteressen zusätzlich nicht-monetäre Eigennutzinteressen, und maximiert gemäß ökonomisch₂ seine Eigennutzinteressen. Nun hat der Investor zusätzlich die Möglichkeit, sich an einer häuslichen Müllverbrennung in China zu beteiligen. Entscheidet er sich hier aus moralischen Interessen für den zusätzliche Kosten verursachenden Einbau von Filteranlagen, die den Menschen vor Ort nutzen, so reduziert sich zwar einerseits sein finanzieller Erfolg und somit sein monetärer Eigennutz. Dafür erhält er jedoch das gute Gefühl, seinen moralischen Interessen nachgekommen sein und maximiert gemäß ökonomisch₃ seinen Nutzen.

4.2 Implikationen auf der Unternehmensebene

Der Ausschluss von oder gezielte Investitionen in Assets nach ESG-Kriterien hat Auswirkungen für das betroffene Unternehmen. Dies wird insbesondere dadurch deutlich, dass mittels der Strategie nach ESG-Kriterien ungewünschte Wertpapiere aus dem Anlageuniversum auszuschließen bzw. gezielt in nach ESG-Gesichtspunkten wünschenswerte Assets zu investieren versucht wird, auf das Unternehmen Druck auszuüben.³⁷⁵ Hier stellt sich die Frage, welche Implikationen sich hierdurch für einzelne Branchen bzw. das Unternehmen sowie deren Produkte und Dienstleistungen und nicht zuletzt seiner Arbeitnehmer sowie die nicht nach ökologischen, sozialen und ethischen Gesichtspunkten handelnden Investoren, den sogenannten konventionellen Investoren, ergeben.

Bekanntlich stellen am Kapitalmarkt die Investoren Finanzmittel zur Verfügung und fragen unterschiedliche Wertpapiere nach, die von Unternehmen, Staaten, etc. an-

³⁷⁵ Vgl. Kapitel 3.3.3.1.

geboten werden. Umgekehrt gilt, dass die Anbieter von Wertpapieren Kapital nachfragen und potentielle Investoren Kapital anbieten. Um die Wirkung eines Ausschlusses bzw. gezielte Investitionen aufgrund von nicht-monetären Zielen auf die Kapitalausstattung von Unternehmen untersuchen zu können, wird die Marktperspektive des Unternehmens als Kapitalnachfrage und des Investors als Kapitalanbieter eingenommen.

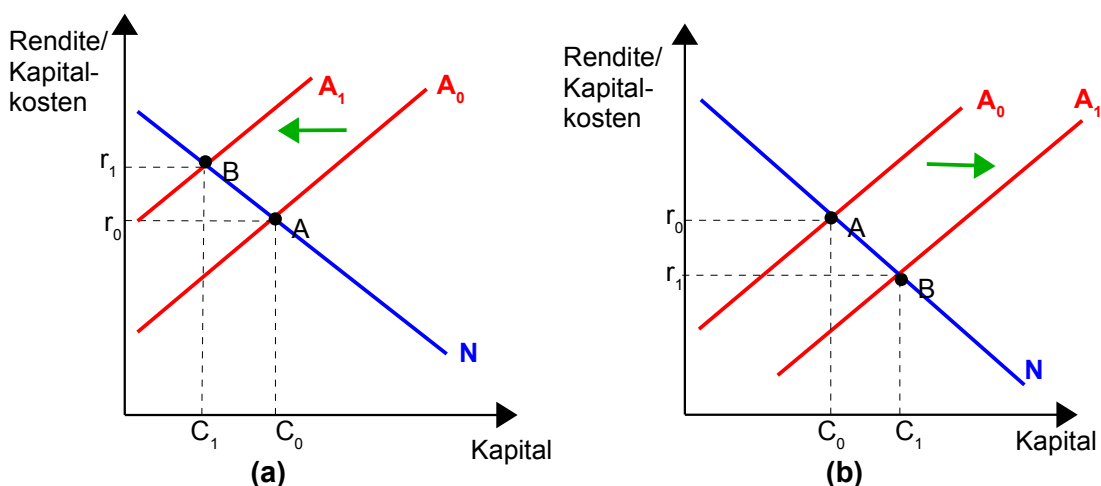


Abbildung 15: Auswirkungen des Screenings auf das Unternehmen und seine Kapitalgeber

Quelle: in Anlehnung an Statman (2000), S. 36

Sowohl beim Ausschluss von Assets beim Negativscreening wie auch bei gezielten Investitionen beim Positivscreening bleibt die Kapitalnachfrage des Unternehmens konstant und somit die Kapitalnachfragekurve N unverändert. Der Kapitalmarkt des Unternehmens befindet sich vor dem Screening jeweils im Schnittpunkt A der Kapitalnachfragekurve N und Kapitalangebotskurve A₀ bei der Kapitalmenge C₀ und dem dazugehörigen Zinssatz r₀ im Gleichgewicht – siehe Abbildung 15(a) und (b). Der Ausschluss von Assets beim Negativscreening verringert das Kapitalangebot für das Unternehmen und verschiebt die Kapitalangebotskurve in Linksrichtung von A₀ nach A₁, so dass sich in Punkt B ein neues Gleichgewicht bei der verringerten Kapitalmenge C₁ und dem dazugehörigen höheren Zinssatz r₁ einstellt. Folglich steht dem Unternehmen weniger Kapital zu höheren Kapitalkosten zur Verfügung, während gleichzeitig für die konventionellen Shareholder die Rendite steigt,³⁷⁶ so dass diese eine Prämie für das Nicht-Verfolgen nicht-monetärer Ziele erhalten – siehe Abbildung 15(a). Beim Positivscreening verschiebt sich die Kapitalangebotskurve von A₀ zu A₁ nach rechts, so dass sich in Punkt B bei einer auf C₁ gestiegenen Kapitalmenge und einem auf r₁ gesunkenen Zinssatz ein neues Gleichgewicht einstellt. Dem

³⁷⁶ Vgl. Statman (2000), S. 36.

Unternehmen steht nun mehr Kapital zu geringeren Kapitalkosten zur Verfügung, wobei die Renditedifferenz zwischen r_0 und r_1 die Prämie für die Verfolgung nicht-finanzieller Ziele darstellt, welche auch die konventionellen Investoren trotz des nicht Verfolgens nicht-monetärer Ziele in Form einer geringeren Rendite zu tragen haben.

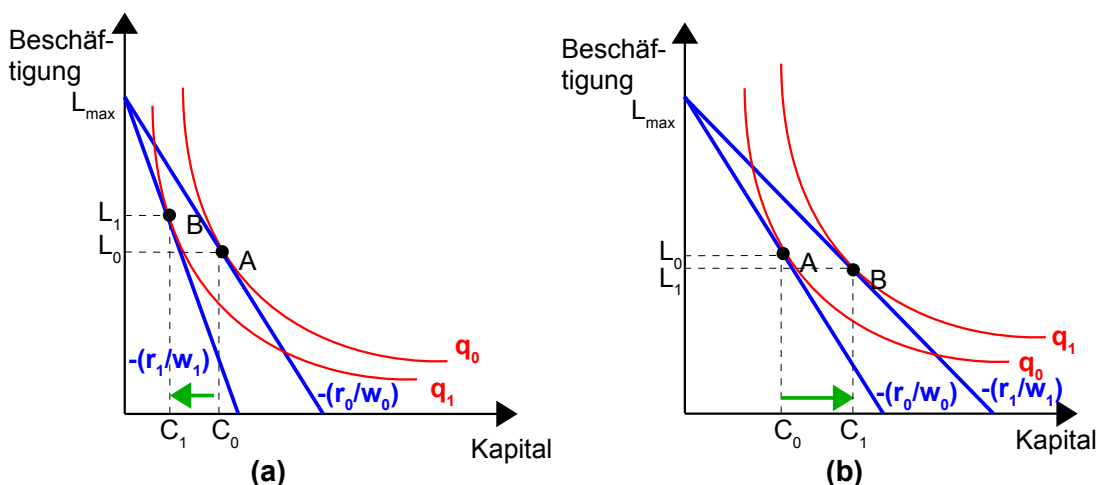


Abbildung 16: Auswirkungen des Screenings auf Güter bzw. Dienstleistungen sowie die Arbeitnehmer des Unternehmens bei einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion³⁷⁷

Quelle: in Anlehnung an Ehrenberg/Smith (2009), S. 89

Durch das Positiv- und Negativscreening sind nicht nur die Shareholder des Unternehmens und das Unternehmen selbst, sondern auch dessen Arbeitnehmer sowie die hergestellten Güter und Dienstleistungen betroffen. Die Produktionsfunktion $q = f(C, L)$ beschreibt sämtliche Input-Kombinationen an Kapital C und Arbeit L für ein gemeinsames Outputniveau q . Das Austauschverhältnis zwischen Kapital und Arbeit ist gleich dem negativen Quotienten aus der Rendite für das Kapital r und dem Lohn für die Arbeit w , so dass gilt $-(r/w)$.³⁷⁸ Bei der Cobb-Douglas-Produktionsfunktion kann bei der Herstellung eines Outputniveaus der Faktor Kapital durch Arbeit durch Kapital kompensiert werden, wobei das Rendite-Lohn-Verhältnis auf der Produktionsfunktion mit zunehmenden Kapitaleinsatz sinkt. Bei der komplementären Produktionsfunktion ist ein Outputniveau nur mit einem gegebenen Verhältnis von Kapital und Arbeit zu erreichen.^{379, 380}

³⁷⁷ In der Literatur wird die Beschäftigung i.d.R. auf der Abszisse und das Kapital auf der Ordinate abgetragen. Da hier jedoch die Veränderungen von der Kapitalausstattung des Unternehmens ausgehen, wird die etwas ungewohnte Darstellung mit dem Kapital auf der Abszisse und der Beschäftigung auf der Ordinate gewählt.

³⁷⁸ Vgl. Ehrenberg/Smith (2009), S. 85-91.

³⁷⁹ Vgl. Borjas (2010), S. 98-109.

³⁸⁰ Von der Sonderform, dass Arbeit und Kapital sich komplett substituieren lassen wird an dieser Stelle aus Gründen mangelnder Relevanz für den Sachverhalt von SRI abgesehen.

Bei der Cobb-Douglas-Produktionsfunktion führt eine durch das Negativscreening induzierte Kapitalverknappung von C_0 auf C_1 einerseits zu einem Outputrückgang von q_0 auf q_1 und andererseits zu einem Anstieg der Beschäftigung von L_0 auf L_1 , was mit einem Anstieg des Rendite-Lohn-Verhältnisses von (r_0/w_0) auf (r_1/w_1) einhergeht.³⁸¹ Dies bedeutet, dass die Investoren des Unternehmens im Verhältnis zu den bereits im Unternehmen beschäftigten Arbeitnehmern finanziell besser gestellt werden. Eine Beschreibung der Situation von in das Unternehmen neu eintretenden Arbeitnehmern kann nicht eindeutig dargestellt werden. Es ist jedoch unter der Annahme von ökonomisch rational agierenden Arbeitnehmern davon auszugehen, dass die neuen Arbeitnehmer sich aufgrund der besseren Option dieses Arbeitgebers für eine Arbeitsaufnahme bzw. einen Arbeitsplatzwechsel entscheiden, so dass diese Gruppe besser gestellt wird. Dieser Sachverhalt ist in Abbildung 16(a) graphisch veranschaulicht, wo es einerseits zu einer Verschiebung der Produktionsfunktion von q_0 zu q_1 nach links und einer Drehung der Austauschgeraden von Rendite und Lohn von (r_0/w_0) zu (r_1/w_1) ebenfalls nach links kommt.³⁸²

Beim Positivscreening kommt es bei einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion aufgrund eines Kapitalanstiegs von C_0 auf C_1 zu einem Anstieg des Outputs von q_0 auf q_1 , während gleichzeitig die Beschäftigung aufgrund des von (r_0/w_0) auf (r_1/w_1) gesunkenen Rendite-Lohn-Verhältnisses von L_0 auf L_1 absinkt. Die negative Veränderung des Rendite-Lohn-Verhältnisses entspricht einer verhältnismäßigen finanziellen Besserstellung der im Unternehmen verbliebenen Arbeitnehmer gegenüber den Investoren. Die durch den Substitutionsprozess freigesetzten Arbeitnehmer werden bei nicht ohnehin schon vorhandenen Alternativoptionen, wie z.B. Ruhestand, alternativen Beschäftigungsoptionen, etc., finanziell schlechter gestellt. Eine graphische Darstellung dieses Sachverhalts findet sich in Abbildung 16(b), in der die Produktionsfunktion von q_0 zu q_1 nach rechts oben verschoben wird und sich die Gerade des Rendite-Lohn-Verhältnisses nach rechts oben dreht.³⁸³

³⁸¹ Formal handelt es sich um einen Rückgang des negativen Rendite-Lohn-Verhältnisses $-(r/w)$, was aber in der Darstellung etwas verwirrend wirkt und nicht so eindeutig ist, wie die hier gewählte und im allgemeinen ökonomischen Sprachgebrauch gängige Variante ohne negatives Vorzeichen.

³⁸² Hierbei wirkt auf der einen Seite ein negativer Einkommenseffekt, der bei konstantem Rendite-Lohn-Verhältnis das Outputniveau wie auch das Beschäftigungsniveau senkt. Diesem Einkommenseffekt wirkt auf der anderen Seite der Substitutionseffekt entgegen, welcher das Rendite-Lohn-Verhältnis erhöht, so dass der verhältnismäßig günstigere Faktor Arbeit stärker zum Einsatz, und einen Teil des Outputrückgangs kompensiert. Dieser Beschäftigungsanstieg durch den Substitutionseffekt überkompensiert den Einkommenseffekt und es kommt insgesamt zu einem Anstieg der Beschäftigung.

³⁸³ Hier kommt es einerseits zu einem positiven Einkommenseffekt, der bei konstantem Rendite-Lohn-Verhältnis das Outputniveau wie auch das Beschäftigungsniveau erhöht. Andererseits wirkt auch hier der Substitutionseffekt, der das Rendite-Lohn-Verhältnis senkt, dem Einkommenseffekt entgegen. Folglich wird der Outputanstieg teilweise kompensiert. Das

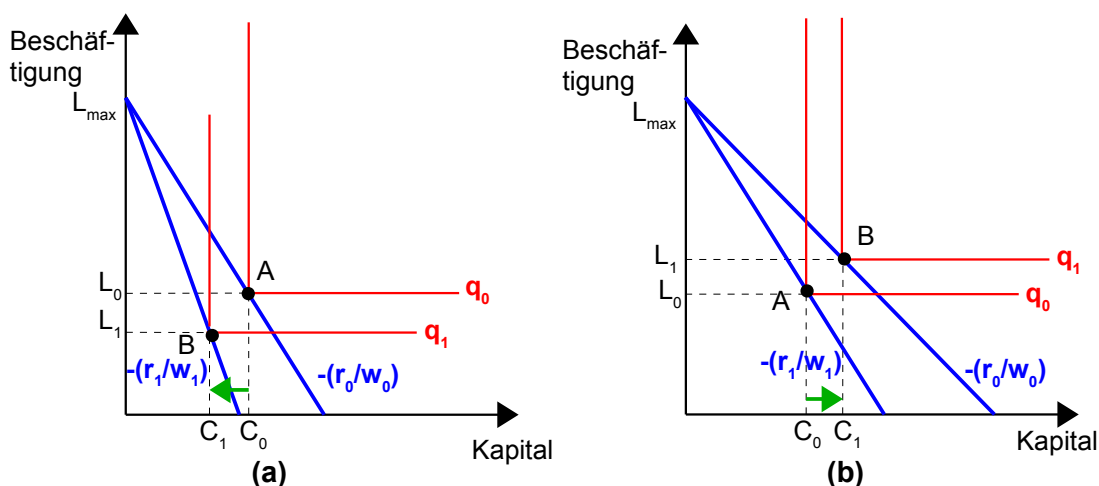


Abbildung 17: Auswirkungen des Screenings auf Güter bzw. Dienstleistungen sowie die Arbeitnehmer des Unternehmens bei einer komplementären Produktionsfunktion

Quelle: in Anlehnung an Borjas (2010), S. 106, 109

Bei der komplementären Produktionsfunktion kommt es beim Ausschluss eines Assets bei dem entsprechenden Unternehmen aufgrund des Kapitalrückgangs von C_0 auf C_1 zu einem Rückgang des Outputniveaus von q_0 auf q_1 sowie zu einem Rückgang der Beschäftigung von L_0 auf L_1 , während das Rendite-Lohn-Verhältnis auch hier von (r_0/w_0) auf (r_1/w_1) ansteigt. Die graphische Darstellung findet sich in Abbildung 17(a), wo der Rückgang des Outputniveaus durch eine Linksverschiebung der Produktionsfunktion von q_0 auf q_1 sowie das veränderte Rendite-Lohn-Verhältnis durch eine Drehung in Linksrichtung von (r_0/w_0) nach (r_1/w_1) abgebildet ist.³⁸⁴ Im Ergebnis werden die Kapitalgeber gegenüber den verbleibenden und aus dem Unternehmen austretenden Beschäftigten aus monetärer Sicht verhältnismäßig besser gestellt. Inwieweit sich die finanzielle Situation der das Unternehmen verlassenden Arbeitnehmern gegenüber den im Unternehmen verbleibenden Arbeitnehmern verändert, ist davon abhängig, welche Alternativoptionen sich für die aus dem Unternehmen ausscheidenden Arbeitnehmer bieten.

Durch die Fokussierung auf bestimmte Assets führt die Kapitalaufstockung bei einem Unternehmen zu einem Anstieg der Kapitalausstattung von C_0 auf C_1 und bei einer komplementären Produktionsfunktion zu einem Anstieg des Outputs von q_0 auf q_1 sowie zu einem Beschäftigungsanstieg von L_0 auf L_1 . Das Rendite-Lohn-Verhält-

verminderte Rendite-Lohn-Verhältnis hat zur Folge, dass Arbeit durch Kapital ersetzt wird und der Beschäftigungsanstieg überkompensiert wird. Es sei denn der Kapitalanstieg ist extrem stark und ausreichend groß, so dass der Einkommenseffekt durch den Substitutionseffekt nicht überkompensiert wird und letztlich einen Beschäftigungsanstieg ermöglicht.

³⁸⁴ Auch hier wirkt wie bei Cobb-Douglas-Produktionsfunktion ein negativer Einkommenseffekt, der jedoch durch die komplementäre Produktionsfunktion nicht durch den Substitutionseffekt kompensiert wird, so dass die neben dem Output auch Beschäftigungsmenge sinkt.

nis sinkt von (r_0/w_0) auf (r_1/w_1) . Demzufolge werden die Investoren gegenüber den bisherigen und den neu eingestellten Beschäftigten im Verhältnis finanziell schlechter gestellt. Bildlich dargestellt ist dieser Zusammenhang in Abbildung 17(b), wo der Outputanstieg die Produktionsfunktion von q_1 auf q_2 verschiebt. Das gesunkene Rendite-Lohn-Verhältnis ist durch eine Rechtsdrehung der Geraden von (r_1/w_1) nach (r_2/w_2) dargestellt.³⁸⁵

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass das Negativ- und Positivscreening direkte Implikationen auf das Unternehmen auslösen kann. Dabei kommt es beim Ausschluss von Assets bei dem betroffenen Unternehmen zu einem Rückgang des Outputniveaus sowie beim Positivscreening, dem auch der Best-in-Class-Ansatz zugeordnet wird, zu einem Anstieg des Output. Demzufolge sind die Screening-Methoden zur Beeinflussung der bereitgestellten Mengen an Produkten und Dienstleistungen einheitlich und somit einfach handzuhaben. Werden hingegen die Screening-Methoden verwendet, um auf die Beschäftigungsmenge einzuwirken, so ist die Produktionsfunktion der entscheidende Faktor, ob ein Negativ- bzw. Positivscreening, wie bei einer komplementären Produktionsfunktion, tatsächlich die Beschäftigung in Unternehmen mit beispielsweise ungewünschten oder gewünschten Bedingungen für Arbeitnehmer reduziert bzw. fördert, oder ob die entgegen gesetzten Implikationen, wie bei der Cobb-Douglas-Produktionsfunktion, ausgelöst werden und die Beschäftigungsmenge in diesem Unternehmen sogar erhöht bzw. reduziert wird.

4.3 Ökonomische Analyse auf der Makroebene³⁸⁶

Dies ist das Feld der heterodoxen Ökonomie, welche auf der einen Seite den institutionellen Faktor moralischer Interessen in die Nutzenfunktion einbezieht und sich die Frage stellt, welche Implikationen sich bezüglich der Kurse, Renditen und Portfolioallokationen am Finanzmarkt, der Preise und Mengen für die Konsumenten am Gütermarkt sowie die Löhne und Beschäftigung am Arbeitsmarkt ergeben.³⁸⁷ Wenn moralische Interessen durch ein altruistisches Verhalten ausgedrückt werden³⁸⁸ und

³⁸⁵ Hierbei kommt es zu einem positiven Einkommenseffekt, der im Gegensatz zur Cobb-Douglas-Produktionsfunktion aufgrund der komplementären Produktionsfunktion nicht durch den Substitutionseffekt. Folglich steigt durch den Einkommenseffekt zum Output auch die Beschäftigungsmenge an.

³⁸⁶ Die hier verwendeten Methoden gelten als ökonomisches Standardwissen über Veränderungen bei Angebot und Nachfrage und bedürfen daher keiner expliziten Zitierweise. Vgl. u.a. Borjas (2010), Ehrenberg/Smith (2009), Gerber (2011), Krugman/Obstfeld (2009), Marrewijk/Ottens/Schueller (2007), Varian (2011).

³⁸⁷ Vgl. Lee (2008).

³⁸⁸ Siehe Kapitel 2.3.2.

altruistisches zu einer neuen Verteilung der Ressourcen führt,³⁸⁹ stellt sich die Frage, wie sich diese Umverteilung der Ressourcen auf dem Güter-, Arbeits- und Finanzmarkt auswirken.

4.3.1 Implikationen auf den Finanzmarkt

Wenn Finanzmärkte informationseffizient sind,³⁹⁰ bedeutet dies, dass durch den Kurs des Wertpapiers Informationen an die Marktteilnehmer transportiert werden. Solange alle Menschen über die gleichen Informationen verfügen und rational – also ausschließlich nach ihren monetären Interessen – handeln, ist dieser Umstand jedoch irrelevant, da sich einheitliche und gleichgewichtige Kurse bilden. Dies hat jedoch zur Folge, dass der Markt zusammenbricht, da es keine Anreize mehr für einen Handel gibt.³⁹¹

Wenngleich das Informationsset und die Präferenzen aller Investoren zu Beginn identisch sind, ist der einzige Ausweg das Hinzufügen eines irrationalen Elements, einer alternativen Motivation für den Handel, die den durch den Handel entstehenden Nutzen für den Investor erhöht.³⁹² Diese alternative Motivation wird nun mit nicht-monetären Interessen begründet und zielt auf die zusätzliche ESG-Performance des Unternehmens ab. Wenn alle Marktakteure die gleichen ESG-Präferenzen bei der Anlageentscheidung verfolgen würden, hätte dies zur Folge, dass es zwar zu einer Präferenzänderung bei den Marktakteuren, jedoch zu keinem Austausch an Assets am Markt kommen würde. Folglich wird die Annahme getroffen, dass am Markt zwei Anlegergruppen, die SRI-Anleger und die rein finanziell motivierten Non-SRI-Anleger agieren und die beiden Assetgruppen SRI-Assets und Non-SRI-Assets, handeln können.³⁹³

Das Hinzufügen dieser zusätzlichen Motivation hat zur Folge, dass alle Marktakteure sich durch Handel und einer neuen Zusammensetzung ihres Portfolios besser stellen.³⁹⁴ Diese Besserstellung ist im Zusammenhang mit SRI nicht als eine rein monetäre Besserstellung, sondern als eine nicht-finanzielle Besserstellung zu verstehen,³⁹⁵ so dass der Rahmen der EMH zugunsten der Adaptive Markets Hypothesis (AMH) verlassen. Dabei wird ein evolutionärer Prozess ausgelöst, in welchem die Individuen mittels einem trial-and-error ihre Entscheidungen treffen und aus ih-

³⁸⁹ Vgl. Becker (1974), S. 1078f.

³⁹⁰ Vgl. Kapitel 2.2.1.

³⁹¹ Vgl. Grossmann/Stiglitz (1980), S. 393.

³⁹² Vgl. Lo (2008); siehe Kapitel 4.2.

³⁹³ Vgl. Minor (2007), S. 54f.

³⁹⁴ Vgl. Lo (2008).

³⁹⁵ Vgl. Kapitel 2.3 und 4.2.; Vgl. Minor (2007), S. 55.

ren Erfahrungen und Beobachtungen lernen und sich an veränderte Umweltbedingungen anpassen.³⁹⁶

Minor(2007) argumentiert in seinem Modell, dass SRI-Anleger den logarithmierten Nutzenwert des SRI-Assets X_{SRI} mit dem Faktor S und die Non-SRI-Assets $X_{Non-SRI}$ mit Faktor eins in ihrer Cobb-Douglas-Nutzenfunktion $U(X_{SRI}, X_{Non-SRI})$ gewichten, so dass Gleichung (30) gilt:

$$U(X_{Non-SRI}, X_{SRI}) = \ln(X_{Non-SRI}) + S \ln(X_{SRI}) \quad (30)$$

Beim Negativscreening wird der Nutzen des auszuschließenden Assets X_{SRI} mit dem Faktor S kleiner eins und das nicht auszuschließende Wertpapier mit dem Faktor eins bewertet. Beim Positivscreening wird der Nutzen des bevorzugten Assets X_{SRI} mit dem Faktor S größer eins und die übrigen Assets ebenfalls mit dem Faktor eins bewertet. Diese Annahmen führen dazu, dass die SRI-Anleger ihr Ausgangsportfolio optimieren möchten und bereit sind für SRI-Assets einen höheren Preis als den Marktpreis zu bezahlen bzw. die Non-SRI-Assets zu einem Preis unter dem Marktpreis an den Non-SRI-Anleger abzugeben. Durch diesen Austausch der Assets kommt es letztlich dazu, dass sich sowohl die SRI-Anleger durch den höheren Nutzen ihrer Portfolios bei einer künftig geringeren Rendite wie auch die Non-SRI-Anleger durch eine in Zukunft höhere Rendite besser stellen. Somit steigt Gesamtnutzen.³⁹⁷ Diese Modellannahmen führen letztlich zu einem stabilen Marktgleichgewicht und sehen von der Möglichkeit der Marktsegmentierung wie auch von der damit einhergehenden Problematik ab.

Das hier entwickelte Erklärungsmodell über die Implikationen von SRI-Screenings am Finanzmarkt zeigt den Entwicklungsprozess, der durch das Screening am Finanzmarkt ausgelöst wird. Zunächst einmal wird von sämtlichen Marktrestriktionen wie Steuern, Handelskosten, Kosten der Informationsbeschaffung, etc. abgesehen. Daneben werden die Annahmen getroffen, dass am Markt zwei Gruppen an Akteuren sowie zwei Assetgruppen vorzufinden sind. Sowohl die Anzahl der SRI- und Non-SRI-Anleger als auch die Anzahl der zur Verfügung stehenden SRI- und Non-Assets ist konstant. Die SRI- und Non-SRI-Investoren verfügen über stabile Präferenzen.

Die beiden Anlegergruppen SRI und Non-SRI verfügen im Ausgangsgleichgewicht vor der Einführung des Screenings über eine identische risikoaverse Rendite-Risiko-

³⁹⁶ Vgl. Lo (2008).

³⁹⁷ Vgl. Minor (2007), S. 55f.

Präferenz gemäß der Gleichung (12)³⁹⁸ und eine gleiche Grundausstattung an SRI- und Non-SRI-Assets, die sie in ihrem Portfolio gemäß ihrer monetären Nutzenfunktion perfekt diversifiziert haben. Folglich liegt der einzige Unterschied zwischen den SRI- und Non-SRI-Anlegern in einer vorhandenen bzw. nicht vorhandenen Präferenz für ein Screening nach ESG-Kriterien. Da beide Anlegergruppen bestrebt sind, entsprechend ihrer Präferenzen ihr Portfolio zu optimieren, werden sie unter Beachtung ihrer jeweiligen Nutzenfunktion versuchen, jene Neuallokation ihres Portefeuilles über Transaktionen am Kapitalmarkt zu erreichen, die sie besser, jedoch auf keinen Fall schlechter stellt.

Auch die beiden Assetgruppen SRI- und Non-SRI-Assets sind bzgl. des erwarteten konstanten dauerhaften Cashflows pro Periode, in ihrer Rendite-Risiko-Konstellation völlig identisch und unterscheiden sich nur durch das Merkmal, dass die eine Gruppe den SRI-Kriterien entspricht und die andere nicht. An dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, dass es sich bei den SRI-Assets sowohl um die beim Negativscreening nicht ausgeschlossene bzw. beim Positivscreening um die ausgewählten Wertpapiere handelt, so dass der Sachverhalt des Screenings nicht weiter zu unterscheiden ist.

Damit die beiden Anlegergruppen bzgl. der Rendite-Risiko-Konstellation der Assets zwischen den beiden Assetgruppen nicht indifferent sind, und diese nicht kostenlos austauschen können, darf das Risiko der beiden Assetgruppen nicht perfekt miteinander korreliert sein,³⁹⁹ so dass ein Korrelationskoeffizient von kleiner als eins angenommen wird. Folglich gehen aus finanzieller Perspektive mittels der Neuallokation der Portefeuilles bei beiden Investorengruppen Diversifikationsgewinne verloren. Da das Risiko des Gesamtportfolios und das Risiko gemäß Gleichung (8)⁴⁰⁰ in einer inversen Beziehung zum Korrelationskoeffizienten ρ der Gleichung (6)⁴⁰¹ stehen, steigen die Kosten des Diversifikationsverlustes durch die entgehenden Diversifikationsmöglichkeiten bei der Risikominimierung gemäß Gleichung (10)⁴⁰² an.

³⁹⁸ $U(\mu, \sigma) = c\mu - d(\sigma^2 + \mu^2)$ (12)

³⁹⁹ Vgl. Gleichung (8) in Verbindung mit Gleichung (6).

⁴⁰⁰ $\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n (x_i^2 \sigma_i^2) + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n (x_i x_j \sigma_{i,j})$ (8)

⁴⁰¹ $\rho_{i,j} = \frac{Cov[\tilde{r}_i, \tilde{r}_j]}{\sqrt{Var[\tilde{r}_i]} \sqrt{Var[\tilde{r}_j]}}$ (6)

⁴⁰² $\min \sigma_p(x_1, x_2, \dots, x_n)$ (10)
u.d.N.: $\mu_p(x_1, x_2, \dots, x_n)$

Nun entscheiden sich die SRI-Anleger gemäß ihrer Präferenz, ihr Vermögen vermehrt in SRI-Assets anzulegen und optimieren somit den Nutzen ihrer Anlageentscheidung gemäß Gleichung (30). Infolgedessen steigern die SRI-Investoren ihren Nutzen, wenn sie Non-SRI-Assets verkaufen und mit dem Erlös SRI-Assets kaufen.

Dies hat zur Folge, dass am Markt für Non-SRI-Assets die Nachfrage des SRI-Anlegers sinkt, so dass sich in Abbildung 18 die Nachfragekurve des SRI-Anlegers von $N_{SRI,0}$ nach links zu $N_{SRI,1}$ verschiebt. Gleichzeitig möchten die Non-SRI-Investoren weiterhin mindestens über das Nutzenniveau der Anfangsausstattung ihres optimal diversifizierten Portfolios verfügen, so dass ihre Nachfrage nach SRI- und Non-SRI-Assets und somit auch die Nachfragekurven $N_{Non-SRI}$ in den Abbildungen 18 und 19 unverändert bleiben. Aufgrund des Nachfragerückgangs der SRI-Investoren nach Non-SRI-Assets sinkt der Preis des Non-SRI-Assets von $K_{Non-SRI,0}$ auf $K_{Non-SRI,1}$ und es geht die Assetmenge ($X_{Non-SRI,1} - X_{Non-SRI,0}$) von den SRI auf die Non-SRI-Investoren über, so dass sich in Punkt B der Abbildung 18 das neue Marktgleichgewicht der Non-SRI-Assets einstellt.

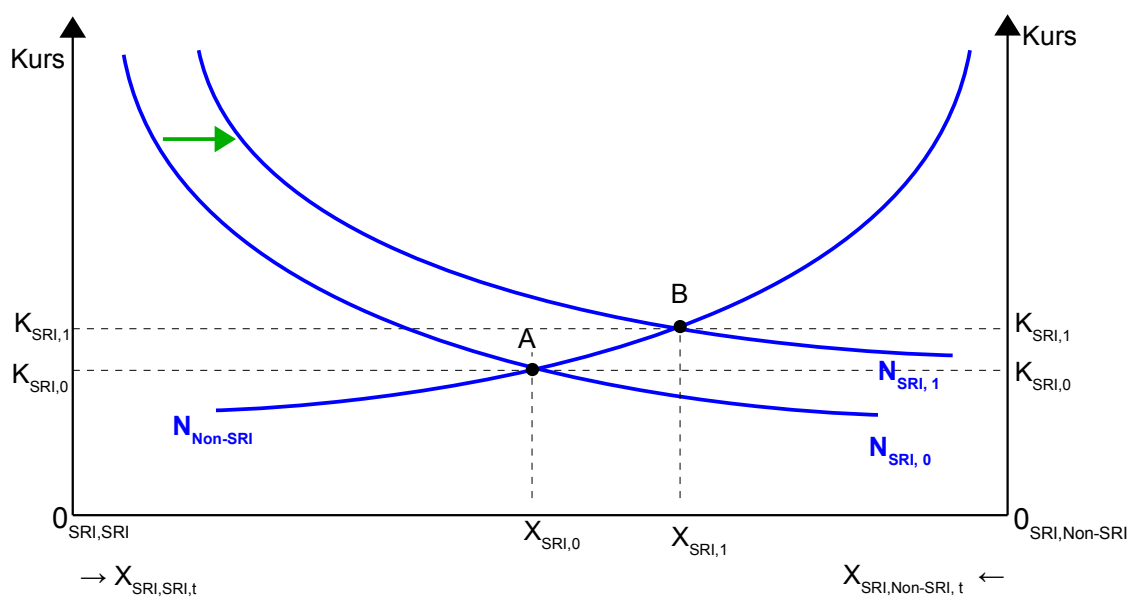


Abbildung 19: Auswirkungen des Screenings am Markt für SRI-Assets

Quelle: eigene Darstellung

Gleichzeitig kommt es am Markt für SRI-Assets beim SRI-Anleger zu einem Nachfrageanstieg, so dass sich in Abbildung 19 seine Nachfragekurve von $N_{SRI,0}$ nach rechts zu $N_{SRI,1}$ verschiebt und in Punkt B beim von $K_{SRI,0}$ auf $K_{SRI,1}$ gestiegenen Kurs und einer von den Non-SRI- auf die SRI-Anleger ($X_{SRI,1} - X_{SRI,0}$) übergangenen Menge an SRI-Assets ein neues Marktgleichgewicht entsteht.

Aus den Gleichungen (16)⁴⁰³, (3a)⁴⁰⁴ und (3b)⁴⁰⁵ ergibt sich aus dem erwarteten dauerhaften und somit exogen konstant gegebenem Cashflow $\overline{E(A_i)}$, der erwarteten Rendite μ_i und dem Kurs K_i Gleichung (31a) bzw. aufgelöst nach μ_i Gleichung (31b) ein inverser Zusammenhang zwischen der erwarteten Rendite μ_i und dem Kurs K_i :

$$K_i = \frac{\overline{E(A_i)}}{\mu_i} \quad (31a)$$

$$\mu_i = \frac{\overline{E(A_i)}}{K_i} \quad (31b)$$

Demzufolge führt gemäß Gleichung (31b) ein Kursrückgang von $K_{\text{Non-SRI},0}$ auf $K_{\text{Non-SRI},1}$ bei den Non-SRI-Assets bzw. ein Kursanstieg von $K_{\text{SRI},0}$ auf $K_{\text{SRI},1}$ bei den SRI-Assets – siehe Abbildung 20(a) – zu einem Anstieg der erwarteten Rendite von $\mu_{\text{Non-SRI},0}$ auf $\mu_{\text{Non-SRI},1}$ bei den Non-SRI-Assets bzw. zu einem Absinken der erwarteten Rendite von $\mu_{\text{SRI},0}$ auf $\mu_{\text{SRI},1}$ bei den SRI-Assets – siehe Abbildung 20(b). Diese Differenz der erwarteten Rendite zu Lasten der SRI-Assets wird von den SRI-Investoren für den durch das Screening erfahrenen nicht-monetären Nutzen akzeptiert und von den Non-SRI-Investoren für die erlittenen Diversifikationsverluste gefordert.

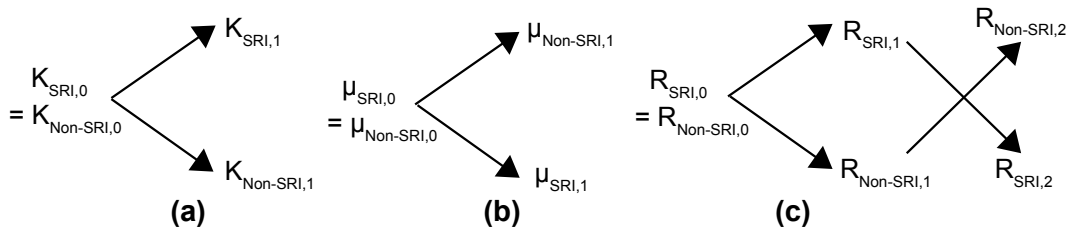


Abbildung 20: Vergleich der Entwicklung des Kurses, der zu erwarteten Rendite sowie der zu beobachtenden Rendite bei SRI- und Non-Assets durch das Screening

Quelle: eigene Darstellung

Die beobachtete Rendite $R_{i,t}$ ergibt sich aus dem Gesamtvermögenszufluss, bestehend aus der Summe der Auszahlung $CF_{i,t}$ und der Differenz aus dem aktuel-

$$^{403} K_i = \frac{E(K_{i,t+1})}{1 + \mu_i} = \frac{E(K_{i,t+1})}{1 + r_f + \beta_i(\mu_M - r_f)} \quad (16)$$

$$^{404} K_i = \sum_{t=1}^T \frac{E(A_{i,t})}{(1+i)^t} \quad (3a)$$

$$^{405} K_i = \frac{E(A_i)}{i} \quad (3b)$$

len Kurs $K_{i,t}$ sowie dem Kurs der Vorperiode $K_{i,t-1}$, dividiert durch den aktuellen Kurswert $K_{i,t}$ gemäß Gleichung (32):⁴⁰⁶

$$R_{i,t} = \frac{CF_{i,t} + (K_{i,t} - K_{i,t-1})}{K_{i,t-1}} \quad (32)$$

Gegenüber der Vorperiode, in der es zu keinen Kursveränderungen bei den Assets kam, führt nun in Periode eins ein Kursrückgang von $K_{\text{Non-SRI},0}$ auf $K_{\text{Non-SRI},1}$ bei den Non-SRI-Assets bzw. ein Kursanstieg von $K_{\text{SRI},0}$ auf $K_{\text{SRI},1}$ bei den SRI-Assets unter der Annahme von konstanten Auszahlungen gemäß Gleichung (32) zu einem Rückgang der beobachteten Rendite bei den Non-SRI-Assets von $R_{\text{Non-SRI},0}$ auf $R_{\text{Non-SRI},1}$ bzw. zu einem Anstieg der beobachteten Rendite bei den SRI-Assets von $R_{\text{SRI},0}$ auf $R_{\text{SRI},1}$. Da es jedoch in der Periode zwei beim nun höheren Kurs $K_{\text{SRI},1}$ des SRI-Assets bzw. niedrigeren Kurses $K_{\text{Non-SRI},1}$ zu keinen Kursveränderungen mehr kommt, setzt sich die beobachtete Rendite aus dem konstanten, identischen Cashflow sowie dem jeweiligen Kurswert zusammen. Da der Kurswert des SRI-Assets in Periode eins höher ist als zu Beginn, führt der nun größere Nenner zu einem Rückgang der beobachteten Rendite, die vom gestiegenen Niveau $R_{\text{SRI},1}$ unter das Ausgangsniveau $R_{\text{SRI},0}$ auf $R_{\text{SRI},2}$ fällt. In umgekehrter Weise gestaltet sich der Verlauf der beobachteten Rendite bei den Non-SRI-Assets, so dass der gegenüber dem Ausgangszeitpunkt geringere Kurswert den Nenner verringert und somit die beobachtete Rendite von $R_{\text{Non-SRI},1}$ über das Ausgangsniveau $R_{\text{Non-SRI},0}$ hinaus auf $R_{\text{Non-SRI},2}$ ansteigt. Dieser Zusammenhang ist in Abbildung 20(c) graphisch veranschaulicht.

Bisher wurde angenommen, dass der Entwicklungsprozess in einem Schritt verläuft und sich letztlich im finalen Punkt B der Abbildung 18 und 19 ein neues gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht einstellt, so dass alle Anleger aufgrund der zusätzlichen stabilen Präferenz der SRI-Anleger zugunsten der SRI-Assets besser oder aber sich zumindest nicht schlechter stellen werden. Nun wird das bisherige Modell um die Annahme erweitert, dass die SRI-Anleger sich nicht alle auf einmal, sondern peu-a-peu für SRI-Assets entscheiden. Somit verläuft der Prozess zum neuen Marktgleichgewicht nicht ad hoc sondern als Entwicklungsprozess und weist einige Besonderheiten auf.

Der Verlauf dieses Prozesses wird anhand der SRI-Assets aufgezeigt. Für die Non-SRI-Assets ergibt sich der gegenläufige Verlauf, auf dessen Darstellung hier im einzelnen verzichtet wird, da die Ergebnisse, die sich aus dem unterschiedlichen Verlauf des Prozesses für SRI- und Non-SRI-Assets ergeben, bereits oben geschildert

⁴⁰⁶ Vgl. Hillier/Grinblatt/Titman (2008), S. 98.

wurden. Der Verlauf des Kurswertes K_{SRI} beim sequentiellen Screening ist in Abbildung 21 veranschaulicht. Dabei entspricht jeder Knotenpunkt des Binomial-Trinomial-Baumes einem Entscheidungspunkt. Die Pfeile zeigen die Entscheidung an. Dabei symbolisiert ein ansteigender Pfeil eine Kauf-, ein sinkender Pfeil eine Verkaufsentscheidung und ein waagerechter Pfeil, dass weder eine Kauf- noch eine Verkaufsentscheidung am Markt für SRI-Assets getroffen wurde, so dass sich die Nachfrage nach SRI-Assets erhöhte, verringerte oder konstant blieb.⁴⁰⁷

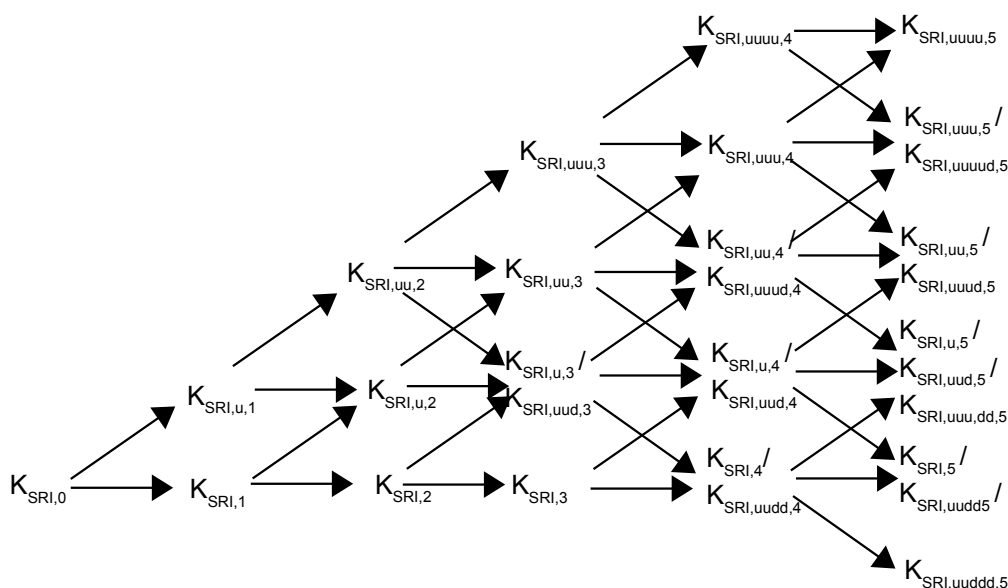


Abbildung 21: Entwicklung des Kurswertes von SRI-Assets bei sequentielltem Screening

Quelle: eigene Darstellung

Fall 1: Kein SRI-Investor entscheidet sich für eine Konzentration seines Portfolios zugunsten der SRI-Assets. Folglich bleibt der Kurs unverändert im Ausgangsniveau und es stellt sich in Abbildung 19 keine Änderung der Nachfrage ein und das Marktgleichgewicht bleibt in Punkt A bestehen.

Fall 2: Entscheidet sich nur ein SRI-Investor zu einem Zeitpunkt unter rationalen Gesichtspunkten und dem Wissen über die mit seiner Entscheidung für ihn entstehenden Kosten zugunsten der SRI-Assets, so steigt der Kurs auf $K_{SRI,u,t}$ an – siehe Abbildung 21. Diese Entscheidung führt zu einem Nachfrageanstieg und resultiert in Abbildung 19 in Punkt B in einem neuen, stabilen Marktgleichgewicht.⁴⁰⁸ Dieser Fall entspricht der oben geschilderten ad-hoc Entscheidung, bei der sich alle SRI-Anle-

⁴⁰⁷ Um etwaigen Missverständnissen vorzubeugen, es handelt sich hier nicht um mögliche Handlungsoptionen aus der ex ante Perspektive, sondern um eine ex post Betrachtung der getroffenen Entscheidungen.

⁴⁰⁸ Siehe oben.

ger gleichzeitig, unter dem Wissen der dadurch entstehenden Kosten, für SRI-Assets entscheiden, so dass sich in Punkt B ein stabiles Marktgleichgewicht einstellt.

Fall 3: Nun entscheiden sich mehrere SRI-Investoren, sequentiell in ihre Portfolios verstärkt SRI-Assets aufzunehmen, so dass in Abbildung 19 Punkt B peu-a-peu ausgehend von Punkt A erreicht wird. Dabei steigt mit jedem SRI-Investor, der unter ESG-Gesichtspunkten sein Portfolio optimiert, die Nachfrage und somit der Kurs der SRI-Assets an. Dies hat gemäß Gleichung (31b) zur Folge, dass mit jedem zusätzlichen SRI-Investor, der sein Portfolio screent, die erwartete Rendite μ_{SRI} des SRI-Assets sinkt. Demzufolge steigen die monetären Kosten in Form der Differenz zwischen den erwarteten Renditen von Non-SRI-Assets und SRI-Assets und somit auch die Kosten des Screenings an. Dieser Prozess wird so lange fortgeführt bis kein weiterer Investor mehr bereit ist, zusätzliche SRI-Assets in sein Portfolio aufzunehmen. Dieser Sachverhalt ist graphisch in Abbildung 21 vom Knotenpunkt $K_{SRI,uuuu,4}$ zu $K_{SRI,uuuu,5}$ dargestellt. Übersteigen nun diese monetären Screening-Kosten den nicht-monetären Eigennutzen bzw. moralischen Nutzen des Screenings eines SRI-Investors, der seine Entscheidung zugunsten SRI-Assets in einer Vorperiode getroffen hat, so wird dieser bestrebt sein, sein Portfolio auf seine finanziellen Ziele wieder anzupassen und SRI-Assets gegen Non-SRI-Assets zurücktauschen – siehe z.B. der Pfad von $K_{SRI,uu,2}$ zu $K_{SRI,uud,3}$ in Abbildung 21. Dies impliziert einen teilweisen Nachfragerückgang nach SRI-Assets, so dass der Kurs ausgehend von seinem Höchstniveau wieder absinkt. In Abbildung 19 kommt es zu einer teilweisen Rückverschiebung der Nachfragekurve der SRI-Investoren. Es stellt sich nun bei einem Kursniveau zwischen $K_{SRI,0}$ und $K_{SRI,1}$ auf der Nachfrage-Kurve $N_{Non-SRI}$ nach SRI-Assets der Non-SRI-Investoren, also zwischen Punkt A und B in der Abbildung 19, ein stabiles Marktgleichgewicht ein, in dem die monetären Kosten der Portfoliokonzentration auf SRI-Assets bei allen SRI-Investoren durch den nicht-monetären Nutzen der SRI-Assets gedeckt sind. Sind diese Kosten nicht gedeckt, so ist das Marktgleichgewicht nicht stabil, und es kann zu einem Kursrückgang kommen.

Für die beobachteten Renditen bedeutet dies gemäß Gleichung (32) im Fall 1, wenn es zu keiner Neuallokation der Portefeuilles bei den SRI-Investoren kommt, dass die beobachtete Rendite kontinuierlich auf dem Ausgangsniveau verbleibt. Im Fall 2 ergibt sich der bereits bei einer ad-hoc-Entscheidung aller SRI-Anleger zugunsten SRI-Assets erläuterte Verlauf der beobachteten Rendite, wie in Abbildung 20(c) dargestellt.

Bei einer kontinuierlichen Zunahme der SRI-Investoren, löst der Kursanstieg zu Beginn einen starken Anstieg der beobachteten Rendite aus und fällt im Anschluss allmählich ab. Dabei liegt – wie Abbildung 22 mit der Rendite auf der Ordinate und der Zeit auf der Abszisse zeigt – die beobachtete Rendite eine Zeit lang über der erwarteten Rendite, sinkt aber im Zeitverlauf bei einem linearen Kursanstieg unter das Niveau der Erwartungsrendite, so dass der Kursanstieg aufgrund des gestiegenen Kurswerts der SRI-Assets nicht mehr ausreicht, um den durch den hohen Kurswert ausgelösten Rückgang der beobachteten Rendite auszugleichen.

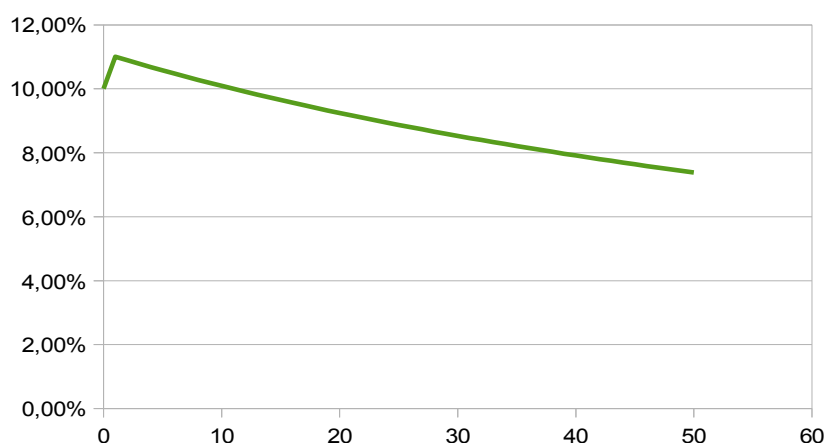


Abbildung 22: Entwicklung der beobachteten Rendite bei kontinuierlichem Kursanstieg und konstanter Auszahlung⁴⁰⁹

Quelle: eigene Darstellung

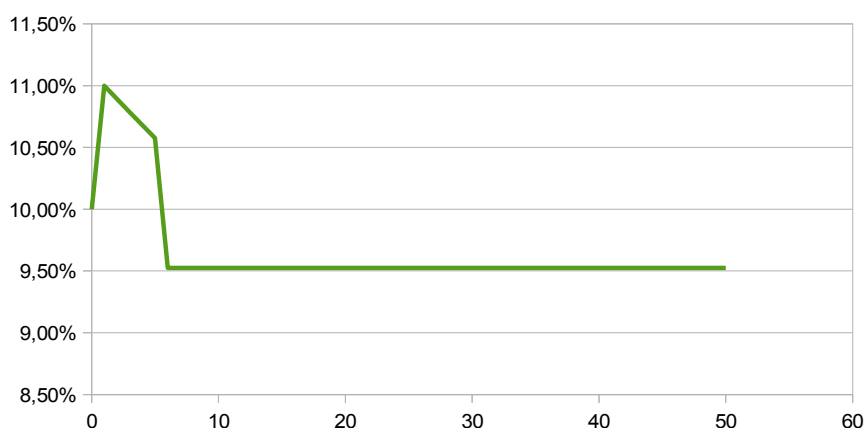


Abbildung 23: Entwicklung der beobachteten Rendite bei einem steigenden Kurs bis das Marktgleichgewicht erreicht ist⁴¹⁰

Quelle: eigene Darstellung

⁴⁰⁹ Vgl. Tabelle A1 im Anhang.

⁴¹⁰ Vgl. Tabelle A2 im Anhang.

Für den Fall, dass der Kurs solange ansteigt, bis das Marktgleichgewicht in Punkt B der Abbildung 19 erreicht ist und keine zusätzlichen SRI-Anleger ihr Portfolio nach ESG-Kriterien optimieren, kommt es – wie in Abbildung 23 unter Verwendung der Abszisse für die Zeit und der Ordinate für die beobachtete Rendite – ebenfalls zunächst zu einem starken Anstieg der beobachteten Rendite, die dann stetig abnimmt, bis alle SRI-Investoren ihr Portfolio gemäß ihren Präferenzen angepasst haben. Nachdem der letzte SRI-Anleger sein Portfolio neu ausgerichtet hat, kommt es zu einem abrupten Abfall der beobachteten Rendite, die dann auf dem erreichten Niveau unter der beobachteten Ausgangsrendite stagniert.

Wenn es zu jenem Fall kommt, in welchem der Kurs zunächst solange ansteigt, bis ein SRI-Investor seine Entscheidung zugunsten der SRI-Assets revidiert, steigt die beobachtete Rendite wie in den Szenarien zuvor stark an und nimmt dann kontinuierlich ab, bis jener Investor der seine Entscheidung zugunsten SRI-Assets aus Nutzen Gründen widerruft und seine SRI-Assets am Markt anbietet. Zu diesem Zeitpunkt fällt die beobachtete Rendite stark ab und steigt anschließend, wenn der SRI-Markt im Gleichgewicht ist, abrupt auf ein Niveau unterhalb der ursprünglichen Rendite an und verbleibt dort. Vergleiche hierzu Abbildung 24 mit der beobachteten Rendite auf der Ordinate und dem Zeitverlauf auf der Abszisse.

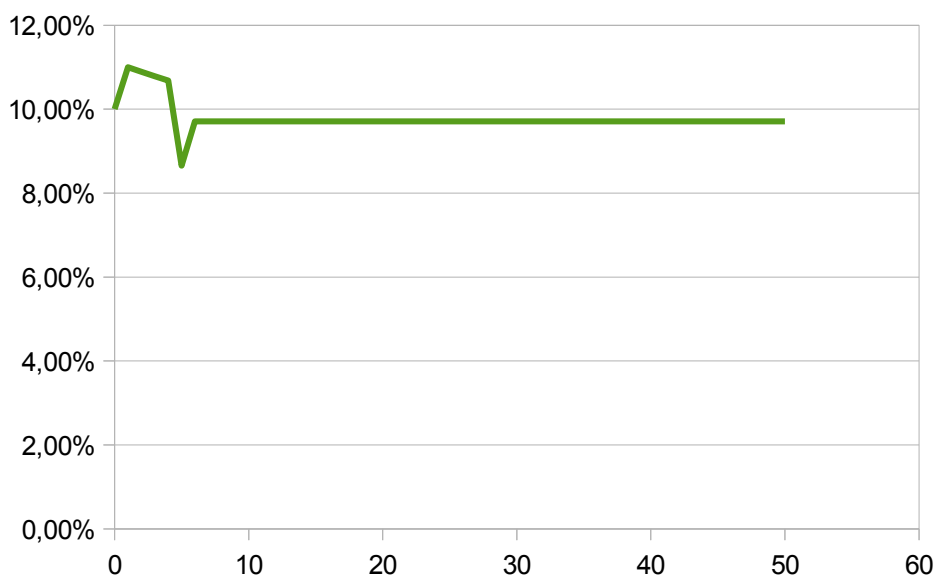


Abbildung 24: Entwicklung der beobachteten Rendite bei einem zunächst steigenden Kurs und anschließendem teilweisen Kursrückgang⁴¹¹

Quelle: eigene Darstellung

⁴¹¹ Vgl. Tabelle A3 im Anhang.

Für den Fall, dass die Non-SRI-Investoren ihre Erwartungen bzgl. der Rendite auf Basis der beobachteten Rendite treffen, setzen sie die erwartete Rendite mit der beobachteten gleich. Ausgelöst durch den ersten SRI-Investor, der sein Portfolio nach ESG-Gesichtspunkten optimiert, kommt es zu einem Anstieg der beobachteten Rendite bei den SRI-Assets – wie Abbildung 25 mit der beobachteten Rendite auf der Ordinate und dem Zeitverlauf auf der Abszisse durch die grüne Linie veranschaulicht – und zu einem Rückgang der beobachteten Rendite bei den Non-SRI-Assets – wie die rote Linie zeigt. Da die ersten Non-SRI-Investoren nun die beobachteten Rendite als Entscheidungsgrundlage zur Portfolio-Optimierung heranziehen, steigt einerseits die Nachfrage und somit der Kurs des SRI-Assets und sinkt andererseits die Nachfrage und somit der Kurs der SRI-Assets. Dieser Prozess hält solange an bis die beobachteten Renditen der SRI- und der Non-SRI-Assets das gleiche Niveau erreichen. Da dann niemand mehr bereit ist, aus finanziellen Gründen in SRI-Assets zu investieren, stagniert der Kurs der SRI- und Non-SRI-Assets, und es kommt aufgrund des größeren bzw. kleineren Nenners in Gleichung (32)⁴¹² zu einem abrupten Abfall der beobachteten Rendite bei den SRI-Assets bzw. zu einem abrupten Anstieg der beobachteten Rendite bei den Non-SRI-Assets. Dieser plötzliche Rückgang der beobachteten Rendite bei den SRI-Assets löst einen Nachfrage-Rückgang nach SRI-Assets aus, während gleichzeitig die beobachtete Rendite bei den Non-SRI-Assets ansteigt und eine gesteigerte Nachfrage nach Non-SRI-Assets induziert, so dass die beobachtete Rendite bei den SRI-Assets nochmals stark abfällt bzw. bei den SRI-Assets nochmals erheblich ansteigt. Aufgrund dieser beobachteten Unter-Performance bei den SRI-Assets werden diese nach und nach abgestoßen. Folglich bricht der Kurs immer stärker ein und sinkt unter das Ausgangsniveau – siehe Abbildung 21 – während gleichzeitig die finanzielle Über-Performance der Non-SRI-Assets deren Kurs ansteigen lässt. Während dieser Verkaufs- und Kaufphase der SRI-Assets bzw. Non-SRI-Assets sinken bzw. steigen die Kurse der beiden Assetgruppen solange an, bis die beobachteten Renditen wieder das gleiche Niveau erreicht haben und für eine Periode kein Handel stattfindet. Da aufgrund des gesunkenen Kurses der SRI-Assets und des gestiegenen Kurses der Non-SRI-Assets, die SRI-Assets gemäß Gleichung (32) gegenüber den Non-SRI-Assets eine höhere Rendite aufzeigen, steigt die Nachfrage nach SRI-Assets und sinkt die Nachfrage nach Non-SRI-Assets. Dies bringt einen Kursanstieg bei den SRI-Assets und ein Kursrückgang bei den Non-SRI-Assets mit sich, so dass die beobachtete Rendite der SRI-

$$^{412} R_{i,t} = \frac{CF_{i,t} + (K_{i,t} - K_{i,t-1})}{K_{i,t-1}} \quad (32)$$

und Non-SRI-Assets einen weiteren Anstieg bzw. Rückgang der Nachfrage induzieren. Das Spiel beginnt also mit veränderten Vorzeichen von vorne.

Wie der letzte Fall zeigt, kann unter der Annahme, dass sich Marktakteure an der beobachteten Rendite für ihre Anlageentscheidung orientieren, durch die Optimierung des Portfolios nach ESG-Kriterien der SRI-Investoren ein Prozess ausgelöst werden, der zu einer Blasenbildung und stark schwankenden Kursen führt und somit aufgrund der nun gestiegenen Unsicherheit aus finanzieller Sicht als nutzenminimierend anzusehen ist. Zudem ist an allen bis auf die beiden zuerst genannten Fallbeispiele bei der beobachteten Renditeentwicklung zu erkennen, dass auch Non-SRI-Investoren zu bestimmten Zeiten an den steigenden Kursen der SRI-Assets und der damit einhergehenden Outperformance aus rein monetären Interessen als Trittbrettfahrer partizipieren können und gemäß ökonomisch¹ temporär eine Investitionsentscheidung zugunsten SRI treffen können. Dieser Umstand kann die Volatilität des Aktienmarktes und somit die Gefahr einer möglichen Blasenbildung verstärken. Diesen Gefahren sollten sich SRI-Investoren wie auch die Fürsprecher von SRI bewusst sein und daher stärker auf die finanziellen Risiken und möglichen Kosten in Form von monetären Einbußen hinweisen, als bloß auf die monetären Chancen, damit SRI nicht als Strategie zur finanziellen Portfolio-Optimierung herangezogen werden und ein möglicher Prozess der Blasenbildung bestärkt wird.

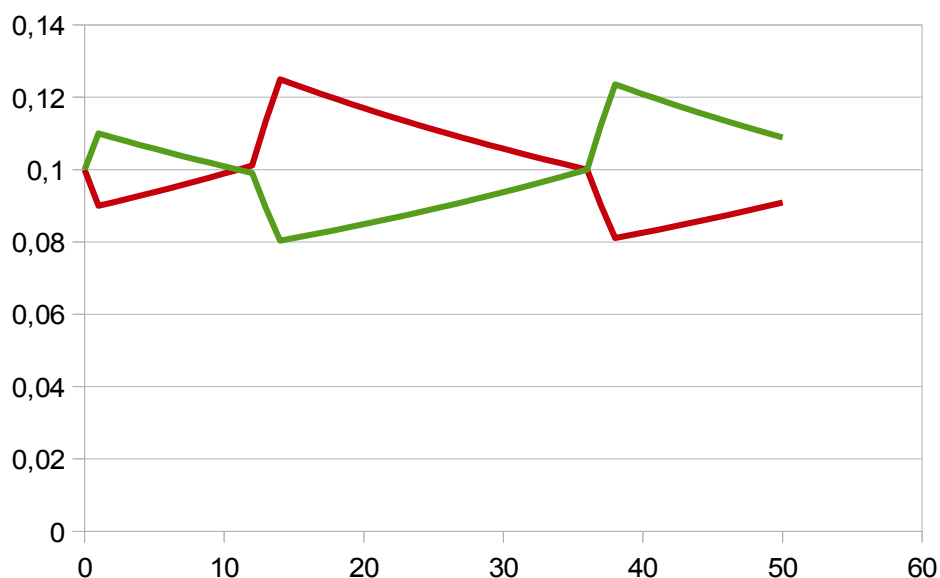


Abbildung 25: Entwicklung der beobachteten Rendite bei einer Investitionsentscheidung auf Basis der beobachteten Rendite der Vorperiode⁴¹³

Quelle: eigene Darstellung

⁴¹³ Vgl. Tabelle A4 im Anhang.

4.3.2 Implikationen auf den Gütermarkt bzw. Dienstleistungsmarkt

Die Implikationen auf den Gütermarkt und den damit einhergehenden Veränderungen bzgl. der Preise und Outputmengen betreffen zum einen die Abnehmer, die diese Güter nachfragen, und andere Unternehmen, die diese Güter in einer Konkurrenzsituation anbieten und auf vollkommen segmentierten Gütermärkten agieren oder aber komplementäre Güter herstellen bzw. als Zulieferer in einer komplementären Position am Gütermarkt zu dem gescreenten Unternehmen stehen. Wie sich die einzelnen Screening-Methoden letztlich am Gütermarkt auswirken, hängt insbesondere vom Verlauf der entsprechenden Güterangebots- bzw. Nachfragekurve ab. Wenn man nun bedenkt, dass sowohl das durch das Screening betroffene als auch das durch das Screening nicht betroffene Unternehmen, eine elastische, vollkommen elastische bzw. vollkommen unelastische Güterangebots- wie auch Güternachfragekurve besitzen kann, kommt man auf $3^2 \cdot 3^2 = 81$ Möglichkeiten, welche sich jeweils durch ein Negativ- bzw. Positivscreening für komplementäre, substituierbare und nicht-substituierbare Güter ergeben können und sich auf die Abnehmer, Konkurrenten und Anbieter von komplementären Gütern bzw. Zulieferer auswirken. Folglich sind insgesamt $3^2 \cdot 3^2 \cdot 2 \cdot 3 = 486$ Implikationen aufgrund des Screenings denkbar.

Dieser Umstand macht die quantitative Problematik deutlich, so dass von einer detaillierten Analyse der einzelnen Kombinationen an dieser Stelle abgesehen wird. Daher folgt nun beispielhaft die Beschreibung der Methodik, welche Implikationen durch ein Negativ- bzw. Positivscreening bei elastischen Angebots- und Nachfragekurven entstehen. Dies zeigt, wie die unterschiedlichen Implikationen von Komplementärgütern, Substituten und sich neutral verhaltenden Gütern analysiert werden können. Hierbei ist darauf hinzuweisen, dass im folgenden lediglich die Implikationen auf elastischen Märkten dargestellt werden, und es vorab immer einer Analyse bedarf, welche Art von Gütern vorliegen und wie die Angebots- und Nachfragefunktionen verlaufen, so dass diese entsprechend ihrem Verlauf zwischen vollkommen elastisch und vollkommen unelastisch angepasst werden können.

In Abbildung 26 sind die Implikationen eines Negativscreening Gütermarkt für das nach Negativkriterien gescreente Unternehmen sowie die Unternehmen, die Komplementärgüter anbieten, in Abbildung 26(a), der übrigen nicht gescreenten Unternehmen in Abbildung 26(b) sowie des gemeinsamen Gesamtgütermarktes der nach Negativkriterien gescreenten und nicht gescreenten Unternehmen in Abbildung

26(c) dargestellt. Um die Effekte des Negativscreening auf den Gütermarkt zu verdeutlichen, wird angenommen, dass das aufgrund des Negativscreening abgezogene Kapital aus den nicht gewünschten Unternehmen nicht direkt in andere, vom Portfolio nicht ausgeschlossene, Unternehmen investiert wird.

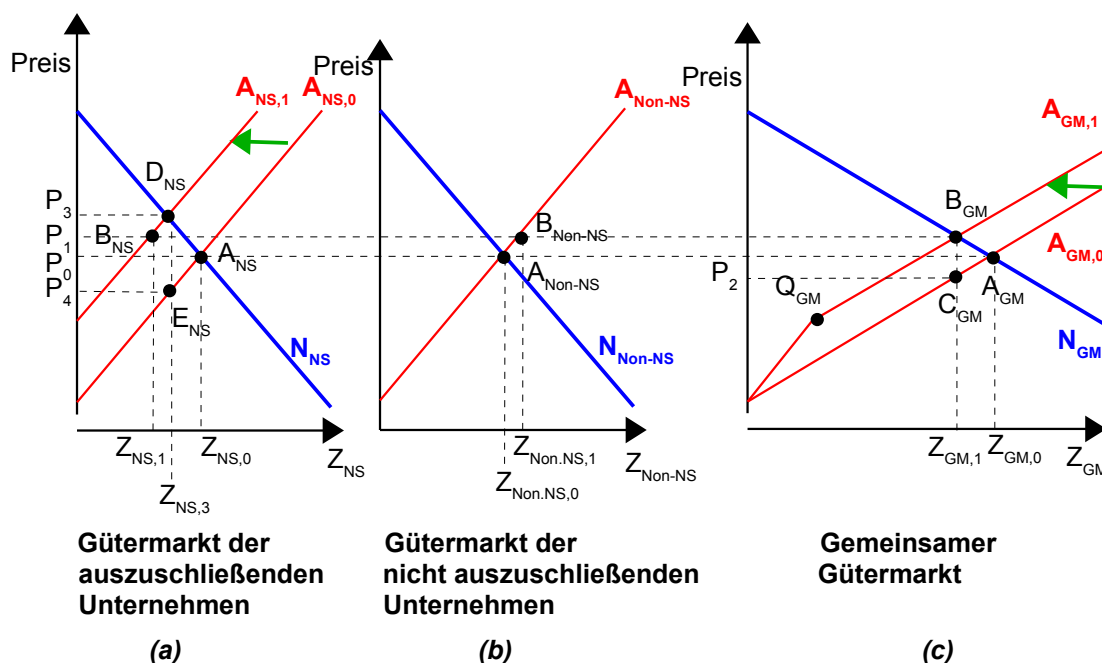


Abbildung 26: Auswirkungen eines Negativscreenings auf den Güter- bzw. Dienstleistungsmarkt

Quelle: eigene Darstellung

Fall 1a: Es ist eine komplette Substituierbarkeit der Güter aus gescreenten und nicht gescreenten Unternehmen möglich, so dass sich das Marktgleichgewicht am gemeinsamen Gütermarkt der Abbildung 22(c) bildet. Die Nachfragefunktionen der Abbildungen 22(a) und (b) sind an dieser Stelle konstant. In Abbildung 22(c), wo sich die aggregierte Güterangebotskurve $A_{GM,0}$ aus der Güterangebotsfunktion der nach ESG-Kriterien auszuschließenden und der nicht-auszuschließenden Unternehmen $A_{NS,0}$ bzw. A_{non-NS} mittels Addition zusammensetzt, bildet diese mit der Nachfragekurve N_{GM} ein Marktgleichgewicht in Punkt A_{GM} beim Preis P_0 und der aggregierten Gütermenge $Z_{GM,0}$. Zu diesem gegebenen Preis P_0 bieten die negativ und nicht negativ gescreenten Unternehmen gemäß ihrer Güterangebotsfunktion $A_{NS,0}$ bzw. A_{Non-NS} in Punkt A_{NS} bzw. A_{Non-NS} die Gütermengen $Z_{NS,0}$ bzw. $Z_{Non-NS,0}$ an. Wie in Kapitel 4.1 zu sehen, führt das Negativscreening zu einem Rückgang der Outputmenge, so dass das Güterangebot des negativ bewerteten Unternehmens zurückgeht und sich die Güterangebotsfunktion des vom Portfolio ausgeschlossenen Unternehmens von $A_{NS,0}$ nach $A_{NS,1}$ nach links verschiebt. Diese Linksverschiebung impliziert bei kon-

stant verlaufender Güterangebotsfunktion der nicht ausgeschlossenen Unternehmen die neue aggregierte Güterangebotskurve $A_{GM,1}$, die einen in Punkt Q_{GM} abknickenden Verlauf hat. Sie bildet mit der unveränderten Güternachfragekurve N_{GM} in Punkt B_{GM} beim von P_0 auf P_1 angestiegenen Preis und der von $Z_{GM,0}$ auf $Z_{GM,1}$ reduzierten aggregierten Gütermenge das neue Marktgleichgewicht. Zum neuen gestiegenen Gleichgewichtspreis P_1 bieten in Punkt B_{Non-NS} bzw. B_{NS} die nicht ausgeschlossenen Unternehmen die von $Z_{Non-NS,0}$ auf $Z_{Non-NS,1}$ erhöhte Gütermenge und die ausgeschlossenen Unternehmen die von $Z_{NS,0}$ auf $Z_{NS,1}$ gesunkene Gütermenge an. Für die Implikationen auf den Komplementärgütermarkt ergibt sich bei der konstanten Güterangebotsfunktion $A_{GM,0}$ in Punkt C_{GM} am Gesamtgütermarkt eine von $Z_{GM,0}$ auf $Z_{GM,1}$ reduzierte Güterangebotsmenge, die zu den von P_0 auf P_2 gesunkenen Kosten produziert werden können. Inwieweit diese geringeren Produktionskosten und Absatzmengen sich auf den Gewinn des Unternehmens auswirken, hängt letztlich davon ab, ob der Absatzpreis für die Komplementärgüter steigt, konstant bleibt oder fällt.

Folglich kommt es an einem Gütermarkt, der die Substitution von Gütern durch den Ausschluss von einigen Unternehmen bei der Geldanlage zu einem Preisanstieg, der insgesamt die Gesamtgütermenge senkt, so dass die Konsumentenrente sinkt. Aufgrund der reduzierten Absatzmengen für Güter von nach Negativkriterien ausgeschlossenen Unternehmen sinkt deren Produzentenrente, während gleichzeitig die Produzentenrente der nicht ausgeschlossenen Unternehmen durch das Negativscreening aufgrund der höheren Absatzmengen zum höheren Preis ansteigt. Währenddessen ist für die Produzentenrenten der Anbieter der Komplementärgüter der Verlauf der Angebots- und Nachfragefunktion ihrer Güter dafür entscheidend, ob sich positive oder negative Implikationen für deren Produzentenrenten ergeben. So ist einerseits denkbar, dass aufgrund der gesunkenen nachgefragten Absatzmenge die Nachfrage nach Komplementärgütern gesunken ist. Andererseits ist es auch denkbar, dass die Nachfrage konstant bleibt und den Produzenten der Komplementärgüter die Möglichkeit eröffnet wird, durch einen höheren Absatzpreis zusätzliche Teile der Konsumentenrente abzuschöpfen.

Fall 1b: Die Güter der negativ und nicht negativ gescreenten Unternehmen lassen sich nicht substituieren, so dass die Bildung des jeweiligen Gleichgewichtspreises sowie der dazugehörige gleichgewichtige Absatz separiert auf den einzelnen Gütermärkten der Abbildungen 26(a) und (b) stattfindet. Dabei befinden sich die beiden Gütermärkte jeweils im Punkt A_{NS} und A_{Non-NS} im Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage und es werden die Mengen $Z_{NS,0}$ bzw. $Z_{Non-NS,0}$ an Gütern der jeweiligen

Unternehmen zum Preis P_0 abgesetzt. Auch hier führt das Negativscreening zu einem Rückgang des Güterangebots bei den aus dem Portfolio ausgeschlossenen Unternehmen, so dass sich die Güterangebotskurve am Markt der negativ gescreenten Unternehmen von $A_{NS,0}$ nach $A_{NS,1}$ nach links verschiebt und mit der Nachfragekurve N_{NS} in Punkt D_{NS} ein neues Gleichgewicht bildet. Dabei ist der Preis für die Güter von den negativ gescreenten Unternehmen von P_0 auf P_3 angestiegen und ihre Absatzmenge hat sich von $Z_{NS,0}$ auf $Z_{NS,3}$ reduziert. Dieser Rückgang der Outputmenge führt bei der konstanten Güterangebotsfunktion $A_{NS,0}$ des Herstellers für Komplementärgüter zu den niedrigeren Herstellungskosten P_4 in Punkt E_{NS} . Ob sich dies zum Vorteil oder Nachteil dieser Unternehmen auswirkt, wird letztlich vom erzielten Absatzpreis entschieden. Da es am Gütermarkt jedoch zu keinen Substitutionseffekten mit den nicht ausgeschlossenen Unternehmen kommt, bleibt deren Preis-Absatz-Kombination bestehen und die Wirkungen des Negativscreenings auf Preis und Absatzmenge beim aus dem Portfolio ausgeschlossenen Unternehmen fallen stärker aus.

Es ist festzustellen, dass sich in diesem Fall, das Screenen nach Negativkriterien aufgrund des Preisanstiegs und der zurückgegangenen Outputmenge negativ auf die Rente der Konsumenten, die die Güter des negativ gescreenten Unternehmens nachfragen, und auf die Produzentenrente des gescreenten Unternehmens auswirkt. Für die Komplementärgüter ist aus bereits oben geschildertem Sachverhalt keine eindeutige Aussage zu treffen.

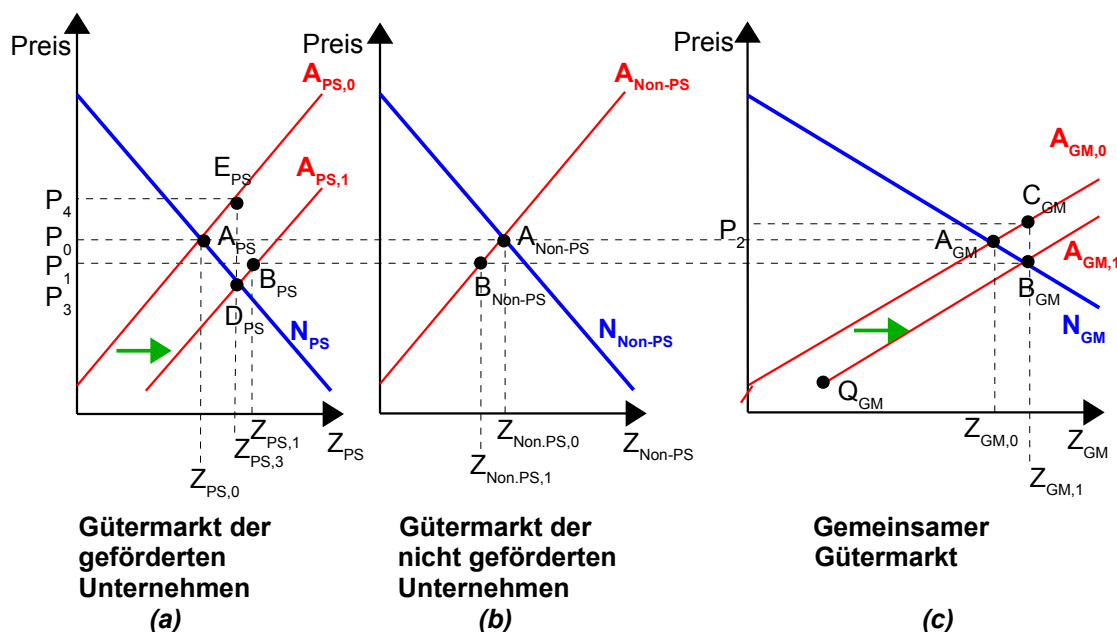


Abbildung 27: Auswirkungen eines Positivscreenings auf den Güter- bzw. Dienstleistungsmarkt

Quelle: eigene Darstellung

In Abbildung 27 finden sich die Auswirkungen des Positivscreenings am Gütermarkt für geförderte und nicht geförderte Unternehmen. Dabei findet sich in Abbildung 27(a) der Gütermarkt der geförderten, in Abbildung 27(b) der Gütermarkt der nicht geförderten Unternehmen und Abbildung 27(c) der gemeinsame Gütermarkt. Auch hier gilt zur Verdeutlichung des bloßen Effekt des Positivscreenings die Annahme, dass das Kapital nicht zuerst aus den nicht geförderten Unternehmen abgezogen wird.

Fall 2a: Zunächst ist eine Substitution der Güter aus geförderten und nicht geförderten Unternehmen möglich und es bildet sich das Marktgleichgewicht am gemeinsamen Gütermarkt der Abbildung 27(c). Folglich sind die Nachfragefunktionen der Abbildungen 27(a) und (b) hier auszublenden. Auch hier setzt sich die aggregierte Güterangebotskurve $A_{GM,0}$ aus der Summe der Güterangebotskurve der förderungswürdigen und nicht förderungswürdigen Unternehmen $A_{PS,0}$ bzw. A_{Non-PS} zusammen und bildet mit der Nachfragekurve N_{GM} im Punkt A_{GM} beim Preis P_0 und der aggregierten Gütermenge $Z_{GM,0}$ ein Marktgleichgewicht. Zum gegebenen Preis P_0 werden von den förderungswürdigen Unternehmen bzw. den nicht förderungswürdigen Unternehmen entsprechend ihrer Güterangebotsfunktion $A_{PS,0}$ bzw. A_{Non-PS} in Punkt A_{PS} bzw. A_{Non-PS} die Gütermengen $Z_{PS,0}$ bzw. $Z_{Non-PS,0}$ angeboten. In Kapitel 4.1 führt das Positivscreening zu einem Anstieg der Outputmenge, so dass das Güterangebot des gescreenen Unternehmens ansteigt und sich die Güterangebotsfunktion der geförderten Unternehmen von $A_{PS,0}$ nach $A_{PS,1}$ nach rechts verschiebt. Diese Verschiebung in Rechtsrichtung resultiert bei einer konstant verlaufenden Güterangebotsfunktion der nicht förderungswürdigen Unternehmen in der neuen aggregierten Güterangebotskurve $A_{GM,1}$, welche in Punkt Q_{GM} abknickt, und mit der unveränderten Güternachfragekurve N_{GM} in Punkt B_{GM} ein neues Marktgleichgewicht beim von P_0 auf P_1 verringerten Preis und der von $Z_{GM,0}$ auf $Z_{GM,1}$ gestiegenen aggregierten Gütermenge bildet. Zu diesem neuen erhöhten Preis P_1 bieten in Punkt B_{PS} bzw. B_{Non-PS} die geförderten Unternehmen die von $Z_{PS,0}$ auf $Z_{PS,1}$ erhöhte Gütermenge und die nicht geförderten Unternehmen, die von $Z_{Non-PS,0}$ auf $Z_{Non-PS,1}$ reduzierte Gütermenge an. Für die Anbieter der Komplementärgüter ergibt sich bei einer für diese konstante Güterangebotsfunktion $A_{GM,0}$ am Gesamtgütermarkt in Punkt C_{GM} eine von $Z_{GM,0}$ auf $Z_{GM,1}$ erhöhte Güterangebotsmenge, die die Herstellungskosten von P_0 auf P_2 erhöht. Inwieweit sich dies zum Vor- oder Nachteil für dieses Unternehmen auswirkt, hängt letztlich davon ab, in welchem Maße diese Kostensteigerung an die Abnehmer des Produkts weitergegeben werden kann.

Somit kommt es am Gütermarkt, der durch Substitution gekennzeichnet ist, bei der Förderung von Unternehmen zu einem Rückgang des Preises und einem Anstieg der Gesamtgütermenge, so dass die Konsumentenrente steigt. Der Anstieg der Absatzmenge bei den geförderten Unternehmen erhöht deren Produzentenrente, wenngleich die Produzentenrente der nicht geförderten Unternehmen in Folge des Preisrückgangs und der damit verbundenen Reduzierung der angebotenen Menge sinkt. Wie schon beim oben genannten Beispiel des Negativscreenings kann auch hier keine allgemeingültige Aussage über die ökonomischen Implikationen auf die Produzentenrenten bei den Anbietern von Komplementärgütern getroffen werden.

Fall 2b: Wenn sich die Güter der förderungswürdigen und nicht förderungswürdigen Unternehmen nicht substituieren lassen, so bildet sich das Marktgleichgewicht auf den einzelnen separierten Gütermärkten der Abbildung 27(a) und (b). Das Ausgangsgleichgewicht auf jedem dieser beiden Gütermärkte befindet sich in Punkt A_{PS} bzw. A_{Non-PS} , wo Angebot und Nachfrage im Gleichgewicht sind, so dass zum hier vorliegenden Preis P_0 die Gütermengen $Z_{PS,0}$ bzw. $Z_{Non-PS,0}$ abgesetzt werden. Auch hier erhöht das Positivscreening das Güterangebot des positiv gescreenten Unternehmens, so dass sich die Güterangebotskurve am Markt der förderungswürdigen Unternehmen von $A_{PS,0}$ zu $A_{PS,1}$ nach rechts verschiebt und mit der Nachfragefunktion N_{PS} in Punkt D_{PS} ein Marktgleichgewicht bildet. Der Preis für die Güter der förderungswürdigen Unternehmen sinkt von P_0 auf P_3 und die hergestellte Gütermenge der förderungswürdigen Unternehmen steigt von $Z_{PS,0}$ auf $Z_{PS,3}$ an. Bei einer konstanten Güterangebotsfunktion des Produzenten von Komplementärgütern $A_{PS,0}$ führt dieser Anstieg der Produktionsmenge zu den höheren Herstellungskosten von P_4 in Punkt E_{PS} . Ob sich dies positiv oder negativ auf den Gewinn dieses Unternehmens ausübt, hängt letztlich von der Tatsache ab, inwieweit diese Kostensteigerungen weitergegeben werden können. Letztlich fallen auch beim Positivscreening aufgrund der nicht möglichen Substitution von Gütern am Gütermarkt die Effekte des Positivscreenings am Gütermarkt für die förderungswürdigen Unternehmen stärker aus und besitzen keine Auswirkung auf die nicht geförderten Unternehmen.

Somit kommt es im Fall der Nicht-Substituierbarkeit von Gütern zu einem Preisrückgang und Anstieg der Outputmenge bei den geförderten Unternehmen, so dass die Konsumentenrente der Nutzer dieser Güter bzw. Dienstleistungen ebenso ansteigt wie die Produzentenrente des geförderten Unternehmens. Auf dem Markt der nicht geförderten Unternehmen bleiben die Renten konstant, während zu den Renten der Anbieter der Komplementärgüter keine genaue Aussage zu treffen ist.

4.3.3 Implikationen auf den Arbeitsmarkt

Für die Analyse der vom Screening ausgehenden Implikationen auf den Arbeitsmarkt wird zum einen Vollbeschäftigung im Ausgangsgleichgewicht und zum anderen eine komplementäre Produktionsfunktion bei den Unternehmen angenommen, so dass sich die vom Screening ausgehenden Implikationen über Veränderungen der Arbeitsnachfrage bei den aus dem Portfolio ausgeschlossenen und nicht ausgeschlossenen bzw. geförderten und nicht geförderten Unternehmen beschreiben lassen. In den Abbildungen 28 und 29 steigt die Beschäftigungsmenge in den negativ bzw. positiv gescreenten Unternehmen von links nach rechts und in den nicht negativ bzw. positiv gescreenten Unternehmen von rechts nach links an. Von einer direkten Wiederanlage des abgezogenen Kapitals aufgrund des Negativscreenings bzw. des Abzugs von Kapital aus nicht geförderten Unternehmen wird abgesehen.

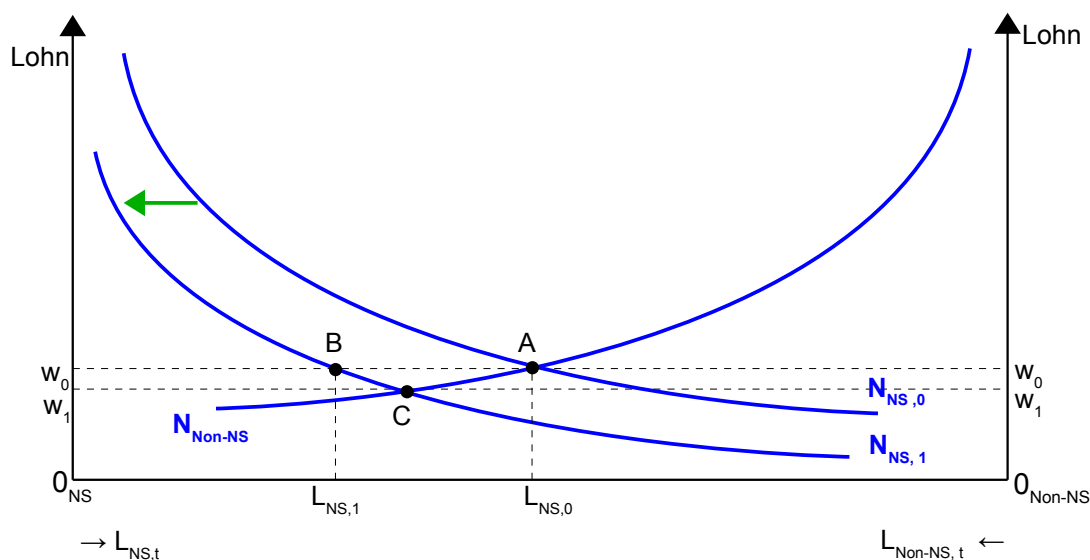


Abbildung 28: Auswirkungen des Negativscreenings auf den Arbeitsmarkt

Quelle: eigene Darstellung

Abbildung 28 zeigt die Implikationen eines Negativscreenings auf den Arbeitsmarkt. Dieser befindet sich im Schnittpunkt A der Arbeitsnachfragekurve $N_{NS,0}$ der negativ gescreenten und N_{Non-NS} der nicht negativ gescreenten Unternehmen beim nach unten rigiden Lohnniveau w_0 und $L_{NS,0}$ Beschäftigten bei den auszuschließenden und $L_{NS,0}$ L_{Non-NS} Arbeitnehmern bei den nicht auszuschließenden Unternehmen im Gleichgewicht. Durch den Ausschluss der beim Negativscreening unerwünschten Assets kommt es, wie in Kapitel 4.1 gezeigt, bei einer komplementären Produktionsfunktion zu einem Rückgang der nachgefragten Beschäftigungsmenge, so dass sich die Arbeitsnachfragekurve von $N_{NS,0}$ zu $N_{NS,1}$ nach links verschiebt. Wenn nun am Arbeitsmarkt nach unten rigide Löhne vorliegen, verharrt das Lohnniveau auf w_0 und

sinkt nicht auf w_1 ab, so dass sich im neuen Schnittpunkt C der Arbeitsnachfragekurven $N_{NS,1}$ zu N_{Non-NS} kein neues Marktgleichgewicht bilden kann. Vielmehr verharrt das Beschäftigungsniveau der nicht negativ gescreenten Unternehmen bei der Beschäftigungsmenge $L_{NS,0}$, während sie bei den aus dem Portfolio ausgeschlossenen Unternehmen von $0_{NS}L_{NS,0}$ auf $0_{NS}L_{NS,01}$ absinkt, so dass $L_{NS,1}L_{NS,0}$ zuvor Beschäftigte arbeitslos werden. Dieser Sachverhalt einer entstehenden Arbeitslosigkeit ist auch dann äußerst realistisch, wenn das aus den negativ gescreenten Unternehmen abgezogene Kapital direkt in nicht negativ gescreente Unternehmen investiert wird, dort aber die Arbeitnehmer aufgrund einer fehlenden spezifischen Qualifikation, mangelnder Mobilität oder ähnlichem keine neue Anstellung finden bzw. die Arbeitsnachfrage bei den Kapitalempfängern nicht in dem Maße ansteigt, dass alle freigesetzten Arbeitnehmer eine neue Anstellung erhalten.

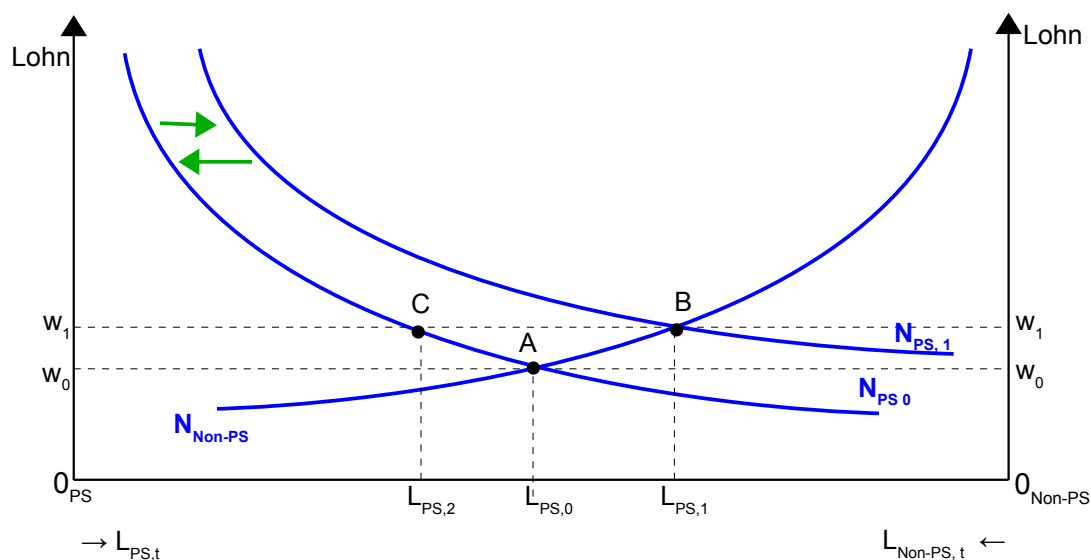


Abbildung 29: Auswirkungen des Positivscreenings auf den Arbeitsmarkt

Quelle: eigene Darstellung

Die Auswirkungen eines Positivscreenings sind graphisch in Abbildung 29 dargestellt. Ausgehend vom Ausgangsgleichgewicht der beiden Arbeitsnachfragekurven $N_{PS,0}$ der positiv und N_{non-PS} der nicht positiv gescreenten Unternehmen in Punkt A beim Lohnniveau w_0 und einer Beschäftigungsmenge von $0_{PS}L_{PS,0}$ bei den förderungswürdigen und $L_{PS,0}0_{Non-PS}$ bei den nicht förderungswürdigen Unternehmen kommt es durch das Positivscreening bei einer komplementären Produktionsfunktion – wie in Kapitel 4.1 dargestellt – zu einem Anstieg der Arbeitsnachfrage, so dass sich die Arbeitsnachfragekurve von $N_{PS,0}$ zu $N_{PS,1}$ nach rechts verschiebt. Die von $N_{PS,0}$ zu $N_{PS,1}$ gestiegene Arbeitsnachfrage bei den geförderten Unternehmen bildet mit der Arbeitsnachfrage N_{Non-PS} der nicht positiv gescreenten Unternehmen in Punkt

B beim neuen höheren Lohnniveau w_1 ein Arbeitsmarktgleichgewicht, bei dem die Beschäftigungsmenge unter der Bedingung, dass keine Restriktionen am Arbeitsmarkt vorliegen, bei den positiv gescreenten Unternehmen von $0_{PS}L_{PS,0}$ auf $0_{PS}L_{PS,01}$ ansteigt und bei den nicht positiv bewerteten Unternehmen von $L_{PS,0}0_{Non-PS}$ auf $L_{PS,1}0_{Non-PS}$ zurückgeht.

Liegt im Gegensatz zu dem hier geschilderten Beispiel keine komplementäre, sondern eine Cobb-Douglas-Produktionsfunktion vor, so sind die Auswirkungen des Screenings zu tauschen. So ergeben sich dann für das Negativscreening die Implikationen des Positivscreenings und für das Positivscreening jene des Negativscreenings. Problematisch könnte sich der Sachverhalt der durch SRI ausgelösten schwankenden Kurse⁴¹⁴ am Arbeitsmarkt auswirken. So kommt es wie beim Positivscreening zunächst zu einem Anstieg der Arbeitsnachfrage bei den nach ESG-Gesichtspunkten gescreenten Unternehmen und letztlich zu einem Lohnanstieg. Wenn dann aufgrund sinkender Kurse, die Kapitalausstattung der positiv gescreenten Unternehmen zurückgeht, und dies einen Rückgang der Arbeitsnachfrage bei den nach ESG-Kriterien gescreenten Unternehmen auslöst, der nicht durch eine steigende Arbeitsnachfrage bei den nicht nach ESG-Gesichtspunkten nicht präferierten Unternehmen kompensiert wird, kommt es aufgrund des von w_0 auf w_1 gestiegenen Lohnniveaus zu Arbeitslosigkeit. Dieser Sachverhalt ist graphisch in Abbildung 29 durch eine Rückwärtsbewegung der Arbeitsnachfragekurve $N_{PS,1}$ in Richtung $N_{PS,0}$ dargestellt, so dass der Gleichgewichtspunkt B bei Vollbeschäftigung verlassen wird und sich zwischen den Punkten C und B beim Lohnniveau w_1 und $0_{PS}L_{PS,2}$ Beschäftigten bei den positiv gescreenten und $L_{PS,1}0_{Non-PS}$ Beschäftigten bei den nicht positiv gescreenten Unternehmen Arbeitslosigkeit in Höhe von $L_{PS,2}L_{PS,1}$ auftritt.

⁴¹⁴ Vgl. Kapitel 4.3.1.

5. Ethische Reflexion von SRI

5.1 Ethische Reflexion der wirtschaftlichen Implikationen durch Screenings auf der Unternehmensebene

Auf Unternehmensebene ist zu erkennen, dass sich mit einem Kapitalentzug die Menge der hergestellten Güter bzw. Dienstleistungen sowohl bei einer Cobb-Douglas- als auch bei einer komplementären Produktionsfunktion reduzieren bzw. durch eine gezielte Erhöhung des Kapitalstocks erhöhen lässt.⁴¹⁵ Nimmt man unter diesen Voraussetzungen den utilitaristischen Blickwinkel⁴¹⁶ ein, so gilt es insbesondere in jene Unternehmen zu investieren, die am stärksten zur marginalen Erhöhung⁴¹⁷ des Gesamtnutzens der Menschheit beitragen. Das können so ziemlich alle Nutzen stiftenden Güter und Dienstleistungen sein, die den Konsumenten, einer Gesellschaft oder der Menschheit als ganzes dienlich sind. Folglich ist in jene Unternehmen zu investieren, die jene Güter und Dienstleistungen anbieten, die den Menschen den größten marginalen Nutzen stiften. Hier liegt die Vermutung nahe, dass diese Güter von den Marktakteuren auch am stärksten nachgefragt werden, so dass sich die Frage zu erübrigen scheint, ob man sein Portfolio nach ESG-Gesichtspunkten optimieren soll. Denn bekanntlich sind gerade solche Unternehmen besonders Nutzen fördernd, die von einer hohen Nachfrage profitieren. Geht man jedoch einen Schritt weiter und zieht die ökologischen, sozialen und moralischen Nebenprodukte eines Gutes bzw. einer Dienstleistung, also die positiven und externen Effekte, in den Gesamtnutzen mit ein, verliert dieses Argument an Wert. Dann sind nämlich insbesondere jene Unternehmen zu fördern, die insgesamt, sowohl den Konsumenten als auch den Nachhaltigkeitsaspekten Umwelt, Soziales und Gesellschaft den größten marginalen Nutzen stiften, bzw. mittels eines Kapitalentzug zu strafen, die dem Gesamten den geringsten marginalen Nutzen stiften oder den Gesamtnutzen sogar schmälern. Bleibt die Frage, welche Produkte und Dienstleistungen den größten marginalen Nutzenbeitrag für die Menschheit als ganzen leisten. Hier gehen die Meinungen teilweise auseinander. So gibt es beispielsweise Für- und Widersprecher der Atomenergie, unterschiedliche Meinungen zum Klimawandel usw., so dass letztlich für die Anlageentscheidung sowohl ein individueller, gesellschaftlicher wie auch globaler Diskurs darüber zu führen ist, welche Produkte und Dienstleistungen in besonderer Weise zu fördern und zu vermeiden sind. Nimmt man Utilitarismus

⁴¹⁵ Vgl. Kapitel 4.1.

⁴¹⁶ Vgl. Kapitel 2.1.2.2.1.

⁴¹⁷ Da es sich hier um die zu tätigenen Investitionen handelt, bezieht sich die marginale Nutzensteigerung, die von jeder zusätzlich investierten Einheit Kapital ausgeht.

ernst, bedeutet dies jedoch auch, dass bei der Geldanlage Investitionen in jene Unternehmen zu vermeiden sind, die den Gesamtnutzen schmälern bzw. keinen Beitrag zu dessen Steigerung leisten, und jene zu stärken, die marginal am meisten zum Gesamtnutzen beitragen. Aufgrund individueller, subjektiver Beurteilungen über den Nutzenbeitrag eines Gutes bzw. einer Dienstleistung, dürfte sich dieser Sachverhalt in der Praxis jedoch insgesamt als schwierig bis nicht umsetzbar erweisen.

Aus der Sicht von Rawls⁴¹⁸ sind insbesondere jene Unternehmen aus dem Portfolio auszuschließen, deren Produkte und Dienstleistungen inklusive den damit verbundenen positiven und negativen Implikationen auf Umwelt, Soziales und Gesellschaft den schwächsten Menschen den geringsten Nutzen stiften bzw. für diese sogar nutzenminimierend wirken, und jene Unternehmen mit Hilfe von Investitionen zu stärken, deren Produkte und Dienstleistungen sowie die damit einhergehenden externen Effekte dieser Gruppe in besonderem Maße zu Gute kommen. Gemäß diesem Grundsatz lassen sich zwar die einzelnen Unternehmen im Gegensatz zum Utilitarismus einfacher identifizieren, da die Implikationen von verschiedenen Gütern und Dienstleistungen inklusive der externen Effekte nur auf eine bestimmte Personengruppe zu beziehen sind. Dabei gilt es in einem ersten Schritt diese Personengruppe zu bestimmen. In einem zweiten Schritt ist zu prüfen, welche Produkte und Dienstleistungen sowie deren externen Effekte den größten bzw. den geringsten oder sogar negativen Nutzenbeitrag für die am schlechtesten gestellten Menschen leisten. Bei der Umsetzung dürfte sich jedoch insbesondere das Problem ergeben, diese Personengruppe und letztlich auch die entsprechenden Produkte und Dienstleistungen eindeutig zu identifizieren, da diese Menschen über eine geringe oder keine Lobby verfügen und folglich nicht gehört und letztlich nicht ermittelt werden.

Sowohl für den Utilitarismus als auch die Rawls'sche Gerechtigkeitstheorie ergibt sich für die Verwendung des Negativ- und Positivscreenings das Problem, dass Menschen nicht über hellseherische Fähigkeiten verfügen und daher unsichere Erwartungen über die Zukunft bilden müssen. So ist das Vermeiden von Investitionen in Unternehmen mit Zukunftstechnologien gemäß des Utilitarismus damit zu rechtfertigen, dass der aktuelle und zu beobachtende Nutzen gesenkt wird und nur sehr waghalsige und optimistische Prognosen einen positiven Nettobeitrag dieser Güter bzw. Dienstleistungen zum Gesamtnutzen erwarten lassen. Die Rechtfertigung zur Vermeidung von Investitionen in Unternehmen mit Zukunftstechnologien nach Rawls lauten, dass die bereits heute hergestellten oder in Entwicklung befindlichen Güter aufgrund des hohen Preises für die am schwächsten gestellten Menschen

⁴¹⁸ Vgl. Kapitel 2.1.2.2.2.

nicht erschwinglich sind, ihnen folglich keinen Nutzen stiften und aufgrund der mit einem CO₂-Ausstoß einhergehenden Produktion für diese Menschen sogar einen Disnutzen verursachen. Diese heutige gegenwärtige Perspektive schließt jedoch die Tatsache aus, dass der technologische Fortschritt es ermöglicht, diese Nutzen stiftenden Güter eines Tages auch jenen Menschen, die sich in der ökonomisch schwierigsten Lage befinden, zukommt, so dass sich zwar ihre aktuelle Situation minimal verschlechtert, ihr Gesamtnutzen jedoch deutlich gesteigert wird. Dieses Beispiel zeigt, dass zwar sowohl der Utilitarismus als auch bei Rawls falsche Annahmen und Erwartungen zu einem Ausschluss von Unternehmen führen können, die nach ESG-Gesichtspunkten eigentlich förderungswürdig wären. Ebenso kann natürlich der umgekehrte Fall auftreten, dass sich als förderungswürdig angenommene Technologien nach einiger Zeit als höchst schädlich herausstellen und im Nachhinein gemäß der Nachhaltigkeitsaspekte diese Unternehmen aus dem Portfolio auszuschließen und nicht zu fördern gewesen wären. Daher bleibt festzuhalten, dass man es bei der in die Zukunft gerichteten Investitionsentscheidung bzgl. der Nachhaltigkeitsaspekte aufgrund des mangelnden Wissens über die Zukunft mit Karl R. Poppers Aussage „Wir wissen nicht, sondern wir raten“⁴¹⁹ zu halten hat, so dass der dem SRI-Investments zugrunde liegende spekulative Suchprozess einer nachhaltigen Entwicklung⁴²⁰ als „Fortschritt des Wissen [...] aus Vermutungen und Widerlegungen“⁴²¹ zu gestalten ist und letztlich ex ante kein (eindeutiges) richtig oder falsch zulässt.

Jedoch lassen sich, sowohl im Utilitarismus als auch bei Rawls, Güter und Dienstleistungen identifizieren, von denen man weiß, dass sie keinen Beitrag zum Gesamtnutzen bzw. zum Nutzen für die am schlechtesten gestellten Individuen leisten, selbst wenn sie für diese erschwinglich werden sollten, weil sie deren Nutzen nicht steigern. Hierzu kann man die Produkte und Dienstleistungen der sogenannten klassischen „Sin Stocks“ mit Suchtpotenzial wie Alkohol, Tabakwaren und Glücksspiel, aber auch Formen der Energiegewinnung zählen, die lediglich einen Nutzentransfer von der Zukunft in die Gegenwart darstellen. Dieser Sachverhalt trifft dann zu, wenn Sucht als Disnutzen in die Nutzenfunktion des Alkoholikers, Rauchers oder Zockers eingeht, den er mit dem Konsum von Alkohol, Tabakwaren und Glücksspielangeboten lediglich ausgleichen kann, um auf sein altes Nutzenniveau zurückzukehren. Da diese Rückkehr zum alten Nutzenniveau jedoch mit Kosten, monetärer Art und gesundheitlichen Schäden aufgrund des Zigarettenkonsum und Alkoholmissbrauch,

⁴¹⁹ Popper (2009), S. 236.

⁴²⁰ Vgl. Flotow (2008), S. 295f.

⁴²¹ Popper (2009), S. 236.

verbunden ist, lässt sich das unter den Bedingungen einer nicht vorliegenden Sucht zu erreichende Nutzenniveau nicht mehr erreichen, so dass sich dadurch weder der Gesamtnutzen noch der Nutzen der am schlechtesten gestellten Individuen steigern lässt.⁴²² Ähnliches lässt sich auch für den Nutzentransfer von der Zukunft in die Gegenwart bescheinigen. Dieser ist insbesondere daher problematisch, da er bereits heute Kosten in der Zukunft verursacht werden, insgesamt jedoch den Gesamtnutzen der Menschheit nicht erhöht bzw. durch externe Effekte die Situation der in Zukunft lebenden Menschen (am unteren Rand) der ökonomischen Verhältnisse verschlechtert, und sie durch den Nutzentransfer von der Zukunft in die Gegenwart am damit verbundenen positiven Nutzen ausschließt und nicht partizipieren lässt. Aus diesen Missständen kann jedoch auch der Umkehrschluss abgeleitet werden, dass jene Unternehmen besonders förderungswürdig sind, die diesem Disnutzen für die Menschheit als gesamtes bzw. für die am schlechtesten gestellten Menschen entgegenwirken und daher neben ihrem eigentlichen Nutzen zusätzlich den Disnutzen des auszuschließenden Unternehmens kompensieren. Hierzu zählen beispielsweise Unternehmen, die aktiv Dienstleistungen zur Suchtprävention und -therapie anbieten sowie die Bereiche der erneuerbaren Energien. Inwieweit diese Unternehmen jedoch tatsächlich den marginal größten Beitrag zum Gesamtnutzen bzw. zur Verbesserung der Situation von Menschen am wirtschaftlich unteren Rand leisten, ist in einer separaten Analyse zu ermitteln und mit dem entsprechenden marginalen Nutzenbeitrag anderer Unternehmen gemäß dem Utilitarismus bzw. Rawls zu vergleichen.

Eine andere Möglichkeit ist den Screening-Ansatz auf die Produktionsbedingungen zu erweitern. Wie in Kapitel 4.1 zu sehen, sind die Implikationen, die sich daraus ergeben, sehr stark von der Produktionsfunktion abhängig. So kann ein Kapitalentzug einerseits die Beschäftigungsmenge erhöhen und andererseits senken bzw. eine Kapitalerhöhung auf der einen Seite die Beschäftigungsmenge senken, oder auf der anderen Seite erhöhen. Daher ist es zunächst entscheidend, sich ein Bild über die Produktionsfunktion zu machen, um etwaige Implikationen, die von dieser auf die Beschäftigungsmenge ausgehen, in die Überlegungen eines Ausschlusses bzw. einer finanziellen Förderung von Unternehmen miteinzubeziehen.

⁴²² Von der Möglichkeit, dass damit jedoch ein Einkommenstransfer stattfindet, der letztlich den Gesamtnutzen bzw. den Nutzen der ökonomisch am benachteiligten Menschen steigert, kann hier abgesehen werden. Solch ein Einkommenstransfer lässt sich auch ohne das Schaffen und Befriedigen von Sucht, z.B. mittels Steuern und eines Sozialsystems umsetzen.

Für den Fall einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion ergibt sich, sowohl für das Negativ- als auch für das Positivscreening, die paradoxe Konstellation, dass ein Ausschluss dieses Unternehmens, z.B. aufgrund miserabler Arbeitsbedingungen, die Beschäftigung in diesem Unternehmen sogar erhöht, so dass noch mehr Beschäftigte an diesem Missstand partizipieren dürfen, bzw. gezielte Investitionen in Unternehmen, das sich gerade durch vorbildliche Bedingungen für ihre Arbeitnehmer auszeichnet, aufgrund zusätzlicher Investitionen, diese freisetzt. Wenn man nun die Annahme trifft, dass ein Kapitaltransfer von Ausbeuterbetrieben hin zu aus Arbeitnehmersicht vorbildlichen Unternehmen, einen Transfer der Beschäftigten in umgekehrter Weise auslöst, so steht fest, dass hier das angestrebte Ziel der SRI nicht nur nicht erreicht wird, sondern diesem sogar entgegengewirkt wird. Es ist somit eindeutig, dass das Screening, sowohl im Utilitarismus als auch bei Rawls, beim Vorliegen einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion zur Besserstellung der Beschäftigten nicht geeignet ist.

Liegt hingegen eine komplementäre Produktionsfunktion vor, so ist die Problematik der entgegengesetzten Wirkung eines Kapitalentzugs durch das Negativscreening bzw. einer Kapitalerhöhung durch das Positivscreening auf die Beschäftigungsmenge nicht gegeben. Vielmehr kommt es dann beim Kapitalentzug zu einem Rückgang und bei einer Kapitalerhöhung zu einem Anstieg der Beschäftigung. Will man diesen Sachverhalt adäquat beurteilen, muss man jedoch die Implikation des gesamten Arbeitsmarktes in die Entscheidung miteinbeziehen.

Die Frage, die sich hier beim Negativscreening stellt, lautet: „Was passiert mit den freigesetzten Arbeitnehmern?“ Sie verlieren einen miesen Arbeitsplatz und werden dadurch entweder besser oder schlechter gestellt. Wenn man von Sklaverei und ähnlichem, an der man sich schon aus rechtlichen Gründen zumindest in den westlichen Ländern nicht beteiligen kann, absieht, und unterstellt, dass der freigesetzte Arbeitnehmer aus freiem Willen diese Tätigkeit ausübte, was jedoch nicht bedeutet, dass ihn nicht seine wirtschaftliche Situation zur Annahme dieser zwingt, so wird deutlich, dass ihn die Entlassung aus dem Arbeitsverhältnis gegenüber der vorherigen Situation noch schlechter stellt. Wenn der Arbeitnehmer aus freiem Willen handelt, hätte er sich für den Fall, dass er sich durch eine Nicht-Beschäftigung besser gestellt hätte, bereits vor seiner Entlassung für den Austritt aus dem Unternehmen entschieden. Folglich wird er durch die Entlassung und der damit verbundenen Arbeitslosigkeit auf jeden Fall schlechter gestellt. Diese Nutzeneinbußen schmälern sowohl den Gesamtnutzen als auch den Nutzen des am ökonomisch unteren Rand stehenden ausscheidenden Arbeitnehmers, so dass sowohl gemäß dem Utilitaris-

mus als auch nach Rawls von einem Negativscreening für Unternehmen unter Beachtung der Implikationen für die Beschäftigten auch bei einer komplementären Produktionsfunktion abzusehen ist.

Anders gestaltet sich jedoch der Sachverhalt beim Positivscreening, welches bei einer komplementären Produktionsfunktion die Beschäftigung bei vorbildlichen Unternehmen erhöht, so dass der Gesamtnutzen der Arbeitnehmer gesteigert wird. Geht mit diesem Beschäftigungsanstieg gleichzeitig auch ein Transfer von Arbeitnehmern aus Unternehmen mit miserablen hin zu jenen mit vorbildlichen Arbeitsbedingungen einher, so ist die Anlageentscheidung nach Positivkriterien sowohl aus der utilitaristischen als auch der Rawls'schen Perspektive zuzustimmen. Kommt es jedoch zu keinem Abzug der Beschäftigten aus den Unternehmen mit miesen Beschäftigungsbedingungen, sondern werden frei verfügbare Arbeitskräfte, die ökonomisch ausreichend gut gestellt waren, um eine Tätigkeit unter schlechten Arbeitsbedingungen nicht annehmen zu müssen, angestellt, so ist gemäß dem Utilitarismus diesem Positivscreening zuzustimmen. Jedoch kann nach Rawls hier nicht in erster Instanz eine Entscheidung getroffen werden, weil der Nutzen der Arbeitnehmer unter schlechten Beschäftigungsbedingungen nicht gesteigert, aber auch nicht gemindert wird. In zweiter Instanz ist diesem Positivscreening jedoch zuzustimmen, da immerhin der Nutzen der ökonomisch am zweitschlechtesten gestellten Menschen gesteigert wird.

Die Screening-Methode des Best-in-Class-Ansatz trägt aufgrund der Förderung aus ESG-Gesichtspunkten vorbildlichen Unternehmen eindeutig zur Steigerung des Gesamtnutzens bei. Somit ist laut dem utilitaristischen Gerechtigkeitsverständnis dieser Methode zuzustimmen. Dieser Ansicht steht jedoch folgender Sachverhalt gegenüber: „Eine Firma die im Wettbewerb mit anderen Anbietern steht, kann kaum zusätzliche Kosten für umweltschützende Maßnahmen auf sich nehmen“⁴²³. Diese Aussage ist natürlich auch auf alle weiteren Nachhaltigkeitsaspekte zu beziehen. Dies bedeutet auch, dass eine Verringerung der Wettbewerbsfähigkeit der Worst-in-Class-Unternehmen durch eine Stärkung der Best-in-Class-Unternehmen einen Rückgang der bisherigen Verfolgung von Nachhaltigkeitszielen bei den nach ESG-Gesichtspunkten nicht vorbildlichen Unternehmen mit sich bringen kann. Dieses Aufgeben von Nachhaltigkeitszielen kann dann zu Lasten der am schwächsten gestellten Menschen gehen, da sie einerseits weder an den positiven Auswirkungen des Best-in-Class-Ansatzes partizipieren können und andererseits unter Umständen indirekt aufgrund der negativen Implikation auf die Worst-in-Class-Unternehmen

⁴²³ Kirchgässner (2008), S. 35.

schlechter gestellt werden. Folglich kann angenommen werden, dass der Best-in-Class-Ansatz aus der Rawls'schen Sicht bis auf Ausnahmen abzulehnen ist.

Fazit: Die durch die Screenings ausgelösten Implikationen sind höchst ambivalent und es besteht die Gefahr, dass durch das Screening gewünschte, unerwünschte oder neben gewünschten auch unerwünschte Implikationen ausgelöst werden. Folglich ist beim Screening für die Implikationen auf Unternehmens- wie auch auf Branchenebene der Sachverhalt auf den Einzelfall zu beziehen und auf dieser Basis zu analysieren. Treten lediglich angestrebte bzw. gegenteilige Auswirkungen aufgrund des Screenings auf, so ist die mit dem Screening verbundene Investitionsentscheidung entweder auszuführen oder abzulehnen. Tritt hingegen eine ambivalente Situation auf, die sowohl gewünschte als auch ungewünschte Implikationen mit sich bringt, ist abzuwägen, welche mit der Geldanlage einhergehenden Auswirkungen präferiert werden und sich entsprechend zu entscheiden.

Bei ambivalenten Implikationen des Screenings, aber auch bei Investitionen entgegen dem Best-in-Class-Ansatz in Worst-in-Class-Unternehmen kann die Geldanlage zur Überwindung der unerwünschten und für das gleichzeitige Erreichen von erwünschten ökologischen, sozialen und ethischen Implikationen an Bedingungen gebunden werden. So kann einerseits ein Unternehmen, das aus Nachhaltigkeitsgesichtspunkten wünschenswerte Produkte herstellt oder über vorbildliche Arbeitsbedingungen verfügt, gleichzeitig eine Cobb-Douglas-Produktionsfunktion aufweist, das zur Verfügungstellen des Kapitals an die Bedingung gebunden wird, dass es durch die Kapitalerhöhung zu keinen Entlassungen kommen darf. Ebenso können Worst-in-Class-Unternehmen gezielt zweckgebundene Finanzmittel zur Verfügung gestellt werden, die komplett oder zu einem vorgegebenen Prozentsatz in nachhaltige Projekte investiert werden müssen. Mit diesem Ansatz der Zweckbindung des zur Verfügung gestellten Kapitals schlägt der Investor zwei Fliegen mit einer Klappe. So kann er einerseits an der gewünschten ESG-Performance partizipieren und gleichzeitig unerwünschte Implikationen, die beim herkömmlichen Screening auftreten, vermeiden. Andererseits kann er bereits während der Geldanlage aktiv auf das Geschehen eines Unternehmens einwirken und darüber hinaus sogar gezielte Investitionen in Bereichen tätigen, die für das herkömmliche Screening aufgrund des mit den Negativkriterien verbundenen Ausschlusses von Unternehmen aus dem Portfolio nicht möglich sind, und auf diese Weise zur Überwindung negativer ökologischer, sozialer und ethischer Missstände in Unternehmen beitragen. De facto handelt es sich hierbei um eine Kombinationen aus dem Screening bzw. umgekehrten

Screening und dem Shareholder-Engagement. Allerdings wird die praktische Umsetzung dieses Ansatzes neue Herausforderungen mit sich bringen.

5.2 Ethische Reflexion der wirtschaftlichen Implikationen durch Screenings auf der Makroebene

Bei der Bewertung der Implikationen auf der Makroebene gemäß dem Utilitarismus und Rawls bedarf es zunächst einer Analyse der von SRI ausgehenden Implikationen auf die einzelnen Märkte und eine Bestimmung, bei welchen Anspruchsgruppen Kosten und Nutzen anfallen.⁴²⁴ Anschließend sind die anfallenden Kosten und Nutzen zu verrechnen und zu schauen, ob insgesamt ein höherer oder geringerer Nutzenwert als vor der Entscheidung das Portfolio nach ESG-Gesichtspunkten zu optimieren, vorliegt. Liegt der Wert des Gesamtnutzen über dem Wert vor dem Screening, so ist der Neuallokation des Portfolios gemäß dem utilitaristischen Gerechtigkeitsansatz zuzustimmen. Liegt er darunter, ist sie abzulehnen. Verfolgt man hingegen den Gerechtigkeitsansatz von Rawls, so ermittelt man zunächst das jeweilige Nutzenniveau der einzelnen Anspruchsgruppen in Form der anfallenden Renten und legt sich dann darauf fest, dass das niedrigste Niveau aller Anspruchsgruppen nach Möglichkeit zu steigern ist, aber keinesfalls unterschritten werden darf.

Die Analyse der Nutzenveränderungen am Finanzmarkt sind eindeutig. Durch die Neuallokation der Portefeuilles der SRI- und Non-SRI-Investoren wird zumindest eine Gruppe der Marktakteure besser, jedoch keine schlechter gestellt, da die Marktakteure sonst die entsprechende Neuallokation ihres Portfolios nicht vornehmen würden. Folglich ist am Finanzmarkt zunächst gemäß dem Utilitarismus dem Assettausch aus Gesichtspunkten der Gesamtnutzenmaximierung zuzustimmen. Nimmt man die Rawls'sche Perspektive ein, so kommt man bei der Betrachtung aller Marktakteure spätestens beim ersten am schlechtesten gestellten Investor zum Ergebnis, dass dieser durch die Neuallokation seines Portfolio seinen persönlichen Nutzen steigert, während sich zuvor kein anderer Akteur schlechter gestellt hat, so dass auch diese Gerechtigkeitsaspekte gewahrt bleiben. Kommt es hingegen zu einem Prozess schwankender Kurse, ausgelöst durch SRI, so ist sowohl gemäß dem Utilitarismus als auch gemäß Rawls der Sachverhalt entscheidend. Übersteigen die Kosten schwankender Kurse nicht den Nutzen, der mit einer Ausrichtung des Portfolio nach ESG-Kriterien bei den SRI-Investoren anfällt, so ist das Screening aus utili-

⁴²⁴ Siehe Kapitel 4.3.

taristischen Gesichtspunkten am Finanzmarkt nicht abzulehnen. Nimmt man jedoch die Perspektive von Rawls ein, so schaden die schwankenden Kurse insbesondere dem Nutzen der rein monetär orientierten Non-SRI-Anleger. Fällt nun das Nutzenniveau eines Non-SRI-Anlegers unter das bis dato existierende niedrigste Nutzenniveau, so ist gemäß Rawls aus Gerechtigkeitsüberlegungen von einer Portfolioausrichtung nach ESG-Kriterien am Finanzmarkt abzusehen.

Auf dem Gütermarkt gestaltet sich eine abschließende Bewertung aufgrund der Abhängigkeit der Ergebnisse vom Verlauf der Güterangebots- und Güternachfragefunktionen sowie von der Tatsache, dass Güter als Komplementäre, Substitute und Neutrale auftreten, als schwierig. So kann nicht genau bestimmt werden, bei welchen Marktakteuren durch ein Negativ- bzw. Positivscreening Kosten und Nutzen anfallen, so dass insgesamt sowohl nach Rawls als auch beim Utilitarismus an dieser Stelle keine Beurteilung gefällt werden kann und auf den jeweiligen Einzelfall zu verweisen ist.

Die Implikationen am Arbeitsmarkt sind situationsspezifisch zu beurteilen und hängen insbesondere von der Produktionsfunktion des nach ESG-Kriterien gescreenten Unternehmens und von den daraus resultierenden Implikationen einer entsprechenden steigenden oder sinkenden Arbeitsnachfrage ab. Dabei ist vor allem ein Rückgang der Arbeitsnachfrage als kritisch zu sehen, weil dies bei nach unten rigiden Löhnen zu Arbeitslosigkeit führt, was sowohl aus der Perspektive des Utilitarismus als auch nach Rawls abzulehnen ist. Ebenfalls eindeutig sind die Ergebnisse, wenn die Arbeitsnachfrage bei Unternehmen mit guten Arbeitsbedingungen steigt, so dass dort die Beschäftigung ansteigt, während sie bei den Unternehmen mit schlechten Arbeitsbedingungen sinkt. In diesem Fall ist sowohl aus der Perspektive des Utilitarismus als auch Rawls den Implikationen am Arbeitsmarkt aus Gerechtigkeitsgründen zuzustimmen. Uneindeutig gestaltet sich jedoch der Sachverhalt, wenn die Arbeitsnachfrage in für die Arbeitnehmer problematischen Betrieben ansteigt. Einerseits ist ein Anstieg der Arbeitsnachfrage positiv zu bewerten, weil das Lohnniveau insgesamt ansteigt. Andererseits erfahren jene Arbeitnehmer, die vom Unternehmen mit vorbildlichen Arbeitsbedingungen zu jenem mit den weniger vorbildlichen wechseln, diesbezüglich einen Nutzeneinbußen. Wenn dieser Nutzeneinbußen hinter dem Gesamtnutzenanstieg durch den Lohnanstieg zurückbleibt, sind die Bedingungen zur Zustimmung gemäß dem Utilitarismus ebenso erfüllt, wie wenn bei Rawls die Nutzeneinbußen abzüglich der Nutzensteigerung durch die Lohnerhöhung, den Nutzen der von den Unternehmen mit den vorbildlichen zu jenen mit miesen Arbeitsbedingungen wechselnden Arbeitnehmer nicht unter das Ausgangsnutzenniveau

der Arbeitnehmer im Unternehmen mit den schlechten Arbeitsbedingungen drückt. Für den Fall, dass es am Arbeitsmarkt zu einer schwankenden Beschäftigungsmenge auf einem höheren Lohnniveau kommt, ist dieser Negativnutzen in die hier beschriebenen Kalkulationen und Beurteilungen aufzunehmen.

Abschließend ist auf die Gefahr hinzuweisen, dass ein psychologischer Nutzen des sich besser Fühlens aufgrund der Geldanlage nach ESG-Gesichtspunkten dazu führen kann, dass der moralische Nutzen zu Lasten anderer Anspruchsgruppen geht und insbesondere im Utilitarismus in der Endbewertung das Ergebnis des tatsächlichen Gesamtnutzens verzerrt. Daher wird empfohlen, bei dieser Aggregation des Gesamtnutzens den psychologischen Nutzen aus der Verfolgung moralischer Interessen des SRI-Investors gleich null zu setzen.

5.3 Ethische Reflexion der SRI-Entscheidung

Die Entscheidung soziale, ökologische und ethische Kriterien bei der Anlageentscheidung zu berücksichtigen, wird aus subjektiven moralischen Gründen getroffen.⁴²⁵ Gemäß der Moralvorstellung des Kategorischen Imperativs besteht auf der einen Seite die Verpflichtung, Gutes zu tun und auf der anderen Seite Schlechtes zu unterlassen. Diesen Ansatz verfolgt man bei der Investitionsentscheidung mittels eines Negativscreenings, um Böses zu vermeiden, und mittels eines Positivscreenings bzw. Best-in-Class-Ansatzes, um Gutes zu fördern. Inwieweit diese Handlung dann tatsächlich zu den gewünschten Ergebnissen führt, ist zweitrangig. Entscheidend ist, dass die Motivation hinter der Handlung in SRI zu investieren auf moralischen Zielen begründet ist und nicht in der Absicht der Eigennutzsteigerung erfolgt. Folgt man diesem Ansatz, so ist einerseits von der Strategie ESG-KPI als Indikator für die finanzielle Performance heranzuziehen aus moralischer Sicht abzusehen, andererseits besteht jedoch eine Verpflichtung dazu, die Investitionen unter Beachtung der ESG-Kriterien durchzuführen.

Dem gegenüber steht die Meinung, dass SRI „Handlungen [sind], die nicht streng obligatorisch sind, aber auch nicht supererogatorisch. Es dürfte sich um unvollkommene Pflichten im Sinne Kants handeln, die per definitionem gewisse Spielräume lassen, wie ihnen nachzukommen sein könnte. Die Verhaltensweise, ethische Anlagen dem Kapitaleinsatz gleichsam 'beizumischen', ist ein Indiz dafür, daß ethische Geldanlage von vielen als unvollkommene moralische Pflicht empfunden wird. Viele

⁴²⁵ Vgl. Flotow (2008), S. 305.

dürften kein schlechtes Gewissen haben, wenn sie nicht ihr gesamtes Geldvermögen ethisch anlegen.⁴²⁶ Dabei besteht jedoch eindeutig die Gefahr, dass die Beimischung von SRI-Assets unter den Gesichtspunkten der neoklassischen Portfoliotheorie zustande kommt und sich der SRI-Anteil entsprechend dem perfekt diversifizierten Portfolio ergibt. Dies hat dann aber nichts mit der eigentlichen Idee der SRI und der Ausrichtung des Portfolio an Zielen der Nachhaltigkeit zu tun und kann infolgedessen gemäß der Definition nicht mehr als SRI bezeichnet werden.

Folglich muss die Moral Vorrang vor den finanziellen Zielen haben, insbesondere damit Moral nicht mit dem Gewinn verrechnet werden kann. Da dies jedoch bei Kant eine strikte moralische Pflicht darstellt, bestünde nach Kant die moralische Pflicht, dass der Investor in SRI investiert.⁴²⁷ Dieser Meinung schließt sich Miller (1991) an, der bei der Investitionsentscheidung auf die negative und positive moralische Verpflichtung verweist, einerseits nicht zu schaden und andererseits Gutes zu tun.⁴²⁸ Er fordert ein proaktives Investment unter der Prämisse „[i]f you're not part of the solution, you're part of the problem“⁴²⁹.

Letztlich lässt sich die Frage über eine moralische Verpflichtung für SRI nicht einheitlich klären. Dennoch dürfte ein einheitlicher Konsens darüber bestehen, dass zumindest aus unmoralischen Handlungen kein Gewinn zu ziehen ist.⁴³⁰ In den Worten von Domini (2001): „Our message – 'Make money for me, yes, but stealing is different from making money; stealing from the poor, from the natural environment, from civic society is not making money' – is urgent.“⁴³¹ Schließt man sich dieser Maxime an, besteht bei einer Investition zwar nicht die Notwendigkeit Gutes zu tun, jedoch zumindest die Verpflichtung Schädliches zu unterlassen. Dies kann einen goldenen Mittelweg der moralischen Mindeststandards an eine Geldanlage darstellen, der einerseits der moralischen Grundverpflichtung anderen nicht zu schaden und andererseits den monetären Interessen gerecht wird, weil das IOS nicht in dem Ausmaß eingeengt wird, wie dies durch die Verpflichtung nur in „gute“ Unternehmen zu investieren der Fall sein würde. Letztlich gilt jedoch: „There are no right or wrong answers here; it depends on your own analysis of the specific situation and your personal value system.“⁴³² Kurzum: Der Investor muss die Situation für sich definieren und

⁴²⁶ Hoffmann/Scherhorn/Ott (1997), S. 14.

⁴²⁷ Vgl. Ebenda, S. 97.

⁴²⁸ Vgl. Miller (1991), S. 8, 12.

⁴²⁹ Ebenda, S. 31.

⁴³⁰ Vgl. Scherhorn (2001), S. 5.

⁴³¹ Domini (2001), S. 178.

⁴³² Miller (1991), S. 39.

letztlich gemäß dieser, seiner persönlichen Situationsdefinition und -logik, die für ihn richtige Handlung ableiten.

Um diese Situation entsprechend den eigenen Überzeugungen möglichst optimal definieren und daraus die bestmögliche Handlung ableiten zu können, sind die Wechselwirkungen zwischen den ökologischen und sozialen Problemen sowie deren Lösungsansätze⁴³³ ebenso wie die aus der Anlageentscheidung resultierenden ökonomischen Implikationen⁴³⁴ zu analysieren und zu bewerten. Auf dieser Basis kann der Investor dann in einem mit sich selbst geführten Diskurs einen Konsens finden, welche ökologischen, sozialen und ethischen Kriterien er gemäß seinen nicht-monetären Eigennutzinteressen und moralischen Interessen der Anlageentscheidung zugrunde legt, und wie diese mit den finanziellen Interessen zu gewichten sind.

⁴³³ Vgl. Gabriel (2007), S. 194.

⁴³⁴ Siehe Kapitel 4.1 und 4.3.

6. Zusammenfassung und Ausblick

Mit SRI wird das Ziel verfolgt, die in Konkurrenz zueinander stehenden monetären und nicht-monetären Interessen bei der Anlageentscheidung zu berücksichtigen. Dabei zielen die monetären Interessen bei der Anlageentscheidung im neoklassischen Modell auf eine möglichst optimale Rendite-Risiko-Allokation der Anlage ab, während die nicht-monetären Interessen Nachhaltigkeitsaspekte in den Fokus stellen. Am Kapitalmarkt treffen die Investoren mit den Unternehmen zusammen. Die Investoren stellen dort ihr Kapital den Unternehmen zur Verfügung, die bestrebt sind, einerseits die monetären Interessen ihrer Shareholder zu befriedigen und andererseits auch ökologische, soziale und ethische Ziele mittels ihrer CSR zu verfolgen.

Der Investor kann nun einerseits mittels eines direkten Dialogs mit dem Management und der Ausübung seiner Stimmrechte einen direkten Einfluss auf die Unternehmenspolitik nehmen und die Orientierung an seinen nicht-monetären Zielen stärken. Andererseits kann der Investor mittels Screenings jene Unternehmen verstärkt in sein Portfolio aufnehmen bzw. ausgrenzen, die seinen Nachhaltigkeitszielen am stärksten bzw. geringsten entsprechen. Daneben besteht im Zusammenhang mit SRI die Hypothese, dass sich sogenannte ESG-KPI in Kombination mit dem Shareholder-Engagement dazu eignen, den Gewinn eines Unternehmens zu steigern, bzw. mit den entsprechend geeigneten Screening-Methoden, das Portfoliorisiko zu minimieren, die Renditechancen zu erhöhen bzw. eine Outperformance zu erzielen. Alle diese Thesen sind modelltheoretisch nicht konsistent und daher als bloße Spekulation zu sehen.

Mittels der Screening-Methoden können die Kapitalausstattung und damit die Kapitalkosten von Unternehmen direkt beeinflusst werden. Wird die Kapitalstruktur des Unternehmens verändert, so passt dieses seine Output- und Beschäftigungsmenge gemäß ihrer Produktionsfunktion an die neuen Voraussetzungen an. Die daraus abgeleiteten Korrekturen können unterschiedlich ausfallen und hängen von der Produktionsfunktion des Unternehmens ab. Der SRI-Investor kann mit der Geldanlage in SRI, entsprechend seiner Motivation, monetäre und nicht-monetäre Eigennutzeninteressen sowie moralische Interessen befriedigen und steigert somit seinen persönlichen Nutzen. Diese Steigerung seines persönlichen Nutzens ist wiederum eine notwendige Voraussetzung, dass es aufgrund der SRI am Kapitalmarkt zu einer Neuallokation kommt, die keinen Marktakteur schlechter, jedoch mindestens einen besser stellt, so dass es aufgrund am Markt neu in Erscheinung getretenen Interes-

sen der SRI-Anleger zu einem Austausch der Assets kommt und sich ein neues Marktgleichgewicht bildet. Diese Neuallokation des Gleichgewichts am Finanzmarkt verändert die erwarteten und beobachteten Renditen der jeweiligen Assets. Unterstellt man nun eine sequentielle Anpassung der Portefeuilles, so können Effekte ausgelöst werden, die das Erreichen eines stabilen Marktgleichgewichts nicht ermöglichen, Kursschwankungen auftreten und die Volatilität am Finanzmarkt aufgrund der Einführung von SRI ansteigt.

Diese Screenings wirken jedoch nicht nur auf den Finanzmarkt, wo sie eigentlich stattfinden, sondern auch auf die Gütermärkte und beeinflussen dort die Preise und Absatzmengen der gescreenten Unternehmen. Diese Preis- und Absatzmengenveränderungen wirken sich, unter den entsprechenden Annahmen für komplementäre, neutrale und substituierbare Güter bzw. Dienstleistungen, beeinflusst durch die jeweils produkt- bzw. dienstleistungsspezifische Güterangebots- und Güternachfragefunktion, auf die Anbieter dieser Güter sowie die Konsumenten aus, so dass sich deren Renten verändern können. Entsprechend der unternehmensspezifischen Produktionsfunktion ergeben sich Auswirkungen des Screenings auf den Arbeitsmarkt, die die Arbeitnehmer besser, aber auch schlechter stellen können und Arbeitslosigkeit auftreten kann.

Während sich Screening-Methoden einerseits zur Beeinflussung der Absatzmengen sehr gut eignen, um gewünschte, wenn auch kritisch zu hinterfragende Implikationen aus dem Blickwinkel der Gerechtigkeitstheorien auszulösen, gestaltet sich der Versuch wünschenswerte Implikationen auf die Beschäftigten mittels Screening auszuüben, außer beim Positivscreening, das zu einem stabilen Marktgleichgewicht führt und die Arbeitsnachfrage bei dem betreffenden Unternehmen erhöht, aus dem Blickwinkel des Utilitarismus und der Rawls'schen Gerechtigkeitstheorie als ungeeignet. Um diesen Nachteilen der Screening-Methoden entgegenzuwirken, können gezielte Investitionen an Bedingungen gebunden werden, die mit Nachhaltigkeitszielen in Verbindung stehen.

Aufgrund der ambivalenten Folgen, die sich aus dem Screening ergeben, ist eine situations- und kontextabhängige Analyse der durch das Screening ausgelösten Effekte auf den Güter- und Arbeitsmarkt vorzunehmen, damit Gerechtigkeitsaspekte nicht vernachlässigt werden und sich auf das Screening nicht die Redewendung „das Gegenteil von ‚gut gemacht‘ ist ‚gut gemeint‘“ im wahrsten Sinne des Wortes anwenden lässt.

Mit dieser Arbeit ist damit der Grundstein zur Beurteilung der durch das Screening ausgelösten Implikationen auf die verschiedene Stakeholdergruppen im modelltheoretischen Rahmen gelegt, der unter Beachtung der ausgelösten indirekten Verteilungswirkungen die Gerechtigkeitsaspekte in den Fokus stellt. Somit können nun neben den herkömmlichen Entscheidungskriterien für ein Negativ- bzw. Positivscreening auch die damit verbundenen ökonomischen Implikationen am Güter, Finanz- und Arbeitsmarkt in die Anlageentscheidung miteinbezogen und die Ansprüche der Stakeholder berücksichtigt werden. Aus diesem modelltheoretischen Rahmen heraus ergeben sich nun zahlreiche Ansätze, gewünschte und ungewünschte Implikationen bei der Geldanlage unter Berücksichtigung der Gerechtigkeitsaspekte empirisch zu untersuchen sowie die Screening-Ansätze mittels empirischer Studien der Implikationen unter dem Aspekt der Gerechtigkeit zu bewerten.

Anhang

Tabelle A1: beobachtete Rendite bei kontinuierlichem Kursanstieg

t	$K_{SRI,t}$	$A_{SRI,t}$	$\Delta K_{SRI,t}$	$R_{SRI,t}$
0	100	10		10,00%
1	101	10	1	11,00%
2	102	10	1	10,89%
3	103	10	1	10,78%
4	104	10	1	10,68%
5	105	10	1	10,58%
6	106	10	1	10,48%
7	107	10	1	10,38%
8	108	10	1	10,28%
9	109	10	1	10,19%
10	110	10	1	10,09%
11	111	10	1	10,00%
12	112	10	1	9,91%
13	113	10	1	9,82%
14	114	10	1	9,73%
15	115	10	1	9,65%
16	116	10	1	9,57%
17	117	10	1	9,48%
18	118	10	1	9,40%
19	119	10	1	9,32%
20	120	10	1	9,24%
21	121	10	1	9,17%
22	122	10	1	9,09%
23	123	10	1	9,02%
24	124	10	1	8,94%
25	125	10	1	8,87%
26	126	10	1	8,80%
27	127	10	1	8,73%
28	128	10	1	8,66%
29	129	10	1	8,59%
30	130	10	1	8,53%
31	131	10	1	8,46%
32	132	10	1	8,40%
33	133	10	1	8,33%
34	134	10	1	8,27%
35	135	10	1	8,21%
36	136	10	1	8,15%
37	137	10	1	8,09%
38	138	10	1	8,03%
39	139	10	1	7,97%
40	140	10	1	7,91%
41	141	10	1	7,86%
42	142	10	1	7,80%
43	143	10	1	7,75%
44	144	10	1	7,69%
45	145	10	1	7,64%
46	146	10	1	7,59%
47	147	10	1	7,53%
48	148	10	1	7,48%
49	149	10	1	7,43%
50	150	10	1	7,38%

Tabelle A2: beobachtete Rendite bei einem steigenden Kurs bis das Marktgleichgewicht erreicht ist

t	$K_{SRI,t}$	$A_{SRI,t}$	$\Delta K_{SRI,t}$	$R_{SRI,t}$
0	100	10		10,00%
1	101	10	1	11,00%
2	102	10	1	10,89%
3	103	10	1	10,78%
4	104	10	1	10,68%
5	105	10	1	10,58%
6	105	10	0	9,52%
7	105	10	0	9,52%
8	105	10	0	9,52%
9	105	10	0	9,52%
10	105	10	0	9,52%
11	105	10	0	9,52%
12	105	10	0	9,52%
13	105	10	0	9,52%
14	105	10	0	9,52%
15	105	10	0	9,52%
16	105	10	0	9,52%
17	105	10	0	9,52%
18	105	10	0	9,52%
19	105	10	0	9,52%
20	105	10	0	9,52%
21	105	10	0	9,52%
22	105	10	0	9,52%
23	105	10	0	9,52%
24	105	10	0	9,52%
25	105	10	0	9,52%
26	105	10	0	9,52%
27	105	10	0	9,52%
28	105	10	0	9,52%
29	105	10	0	9,52%
30	105	10	0	9,52%
31	105	10	0	9,52%
32	105	10	0	9,52%
33	105	10	0	9,52%
34	105	10	0	9,52%
35	105	10	0	9,52%
36	105	10	0	9,52%
37	105	10	0	9,52%
38	105	10	0	9,52%
39	105	10	0	9,52%
40	105	10	0	9,52%
41	105	10	0	9,52%
42	105	10	0	9,52%
43	105	10	0	9,52%
44	105	10	0	9,52%
45	105	10	0	9,52%
46	105	10	0	9,52%
47	105	10	0	9,52%
48	105	10	0	9,52%
49	105	10	0	9,52%
50	105	10	0	9,52%

Tabelle A3: beobachtete Rendite bei einem zunächst steigenden Kurs und anschließendem teilweisen Kursrückgang

t	$K_{SRI,t}$	$A_{SRI,t}$	$\Delta K_{SRI,t}$	$R_{SRI,t}$
0	100	10		10,00%
1	101	10	1	11,00%
2	102	10	1	10,89%
3	103	10	1	10,78%
4	104	10	1	10,68%
5	105	10	-1	10,58%
6	104	10	0	8,57%
7	104	10	0	9,62%
8	104	10	0	9,62%
9	104	10	0	9,62%
10	104	10	0	9,62%
11	104	10	0	9,62%
12	104	10	0	9,62%
13	104	10	0	9,62%
14	104	10	0	9,62%
15	104	10	0	9,62%
16	104	10	0	9,62%
17	104	10	0	9,62%
18	104	10	0	9,62%
19	104	10	0	9,62%
20	104	10	0	9,62%
21	104	10	0	9,62%
22	104	10	0	9,62%
23	104	10	0	9,62%
24	104	10	0	9,62%
25	104	10	0	9,62%
26	104	10	0	9,62%
27	104	10	0	9,62%
28	104	10	0	9,62%
29	104	10	0	9,62%
30	104	10	0	9,62%
31	104	10	0	9,62%
32	104	10	0	9,62%
33	104	10	0	9,62%
34	104	10	0	9,62%
35	104	10	0	9,62%
36	104	10	0	9,62%
37	104	10	0	9,62%
38	104	10	0	9,62%
39	104	10	0	9,62%
40	104	10	0	9,62%
41	104	10	0	9,62%
42	104	10	0	9,62%
43	104	10	0	9,62%
44	104	10	0	9,62%
45	104	10	0	9,62%
46	104	10	0	9,62%
47	104	10	0	9,62%
48	104	10	0	9,62%
49	104	10	0	9,62%
50	104	10	0	9,62%

Tabelle A4: beobachtete Rendite bei einer Investitionsentscheidung auf Basis der beobachteten Rendite der Vorperiode

t	$K_{SRI,t}$	$A_{SRI,t}$	$\Delta K_{SRI,t}$	$R_{SRI,t}$
0	100	10		10,00%
1	101	10	1	11,00%
2	102	10	1	10,89%
3	103	10	1	10,78%
4	104	10	1	10,68%
5	105	10	1	10,58%
6	106	10	1	10,48%
7	107	10	1	10,38%
8	108	10	1	10,28%
9	109	10	1	10,19%
10	110	10	1	10,09%
11	111	10	1	10,00%
12	112	10	0	9,91%
13	112	10	-1	8,93%
14	111	10	-1	8,04%
15	110	10	-1	8,11%
16	109	10	-1	8,18%
17	108	10	-1	8,26%
18	107	10	-1	8,33%
19	106	10	-1	8,41%
20	105	10	-1	8,49%
21	104	10	-1	8,57%
22	103	10	-1	8,65%
23	102	10	-1	8,74%
24	101	10	-1	8,82%
25	100	10	-1	8,91%
26	99	10	-1	9,00%
27	98	10	-1	9,09%
28	97	10	-1	9,18%
29	96	10	-1	9,28%
30	95	10	-1	9,38%
31	94	10	-1	9,47%
32	93	10	-1	9,57%
33	92	10	-1	9,68%
34	91	10	-1	9,78%
35	90	10	-1	9,89%
36	89	10	0	10,00%
37	89	10	1	11,24%
38	90	10	1	12,36%
39	91	10	1	12,22%
40	92	10	1	12,09%
41	93	10	1	11,96%
42	94	10	1	11,83%
43	95	10	1	11,70%
44	96	10	1	11,58%
45	97	10	1	11,46%
46	98	10	1	11,34%
47	99	10	1	11,22%
48	100	10	1	11,11%
49	101	10	1	11,00%
50	102	10	1	10,89%

Literaturverzeichnis

- APEL, KARL-OTTO (1988): Diskurs und Verantwortung. Das Problem des Übergang zu postkonventionellen Moral, Frankfurt am Main: Suhrkamp.
- ASSLÄNDER, MICHAEL S. (2011): Einleitung, in: Aßländer, Michael S. (Hrsg.): Handbuch Wirtschaftsethik, Stuttgart, Weimar: Metzler, S. 1-5.
- ASSLÄNDER, MICHAEL, S. / SCHENKEL, MARKUS (2009): Vom Guten, vom Schönen und vom Baren: Wie praktikabel ist Ethik als Fondskriterium, in: G. Ulshöfer, G. Bonnet (Hrsg.): Corporate Social Responsibility auf dem Finanzmarkt. Nachhaltiges Investment - politische Strategien - ethische Grundlagen, Wiesbaden: Verlag für Sozialwissenschaften. S. 45-63.
- BAKSHI, RAJNI (2007): Transforming markets in the 21st century: Socially responsible investing as a tool, in: Futures 39, pp. 523–533.
- BALLWIESER, WOLFGANG (2007): Unternehmensbewertung: Prozeß, Methoden und Probleme, 2. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- BAMBERG, GÜNTER / COENENBERG, ADOLF GERHARD / KRAPP, MICHAEL (2008): Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, 14. Aufl., München: Vahlen.
- BAUER, ROB / KOEDIJK, KEES / OTTEN, ROGÉ (2005): International evidence on ethical mutual fund performance and investment style, in: Journal of Banking and Finance 29, pp. 1751-1767.
- BECKER, GARY S. (1974): A Theory of Social Interaction, in: Journal of Political Economy 82, pp. 1063-1093.
- BECKER, GARY S. (1976a): Altruism, Egoism, and Genetic Fitness: Economics and Sociobiology, in: Journal of Economic Literature 14, pp. 817-826.
- BECKER, GARY S. (1976b): The Economic Approach to Human Behavior, Chicago, London: University of Chicago Press.
- BECKER, GARY S. (1993): Nobel Lecture: The Economic Way of Looking at Behavior, in: Journal of Political Economy 101, pp. 385-409.
- BENEDIKT XVI. (2009): Enzyklika Caritas In Veritate, Vatikan.
http://www.vatican.va/holy_father/benedict_xvi/encyclicals/documents/hf_ben-xvi_enc_20090629_caritas-in-veritate_ge.html, Download am 21.09.2011.
- BENTHAM, JEREMY (1992): Ausschnitt aus Introduction to the Principles of Moral and Legislation, in: J.R. Burr, M. Goldinger (Hrsg.): Philosophy and Contemporary Issues, New York: Macmillan, S. 225 – 232.
- BLACK, FISCHER / SCHOLES MYRON (1973): The Pricing of Options and Corporate Liabilities, in: Journal of Political Economy 81, pp. 637-654.

- BORJAS, GEORGE J. (2010): Labor Economics, 5. Aufl., Boston, Burr Ridge, Dubuque: McGraw-Hill.
- BOSSCHE, FILIP VAN DEN / ROGGE, NICKY / DEVOOGHT, KURT / ET AL. (2010): Robust Corporate Social Responsibility investment screening, in: Ecological Economics 70, pp. 1159-1169.
- BRENNAN, M.J. (2008): finance (new developments), in: S. N. Durlauf, L. E. Blume (Hrsg): The New Palgrave Dictionary of Economics, 2. Aufl., Basingstoke: Palgrave Macmillan.
http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_C000021, Download am 22.09.2011.
- BRODBECK, KARL-HEINZ (2006): Gewinn und Moral, in: Schriftenreihe der Finance & Ethics Academy, Aachen: Shaker.
- BRODBECK, KARL-HEINZ (2011): Grundpositionen der philosophischen Ethik, in: M.S. Aßländer (Hrsg.): Handbuch Wirtschaftsethik, Stuttgart: Metzler, S. 43-52.
- BROMLEY, DAVID W. (2008): sustainability, in: S. N. Durlauf, L. E. Blume (Hrsg): The New Palgrave Dictionary of Economics, 2. Aufl., Basingstoke: Palgrave Macmillan. http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_S000482, Download am 03.11.2011.
- BRYUN, SEVERYN T. (1987): The field of social investment, Cambridge, London, New York: Cambridge University Press.
- BUDDE, SCOTT J. (2008): Compelling Returns. A Practical Guide to Socially Responsible Investing, Hoboken: John Wiley & Sons.
- BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN (2011): Informationen zur Einlagensicherung, Berlin, Brüssel.
<http://www.bankenverband.de/themen/geldinfos-finanzen/einlagensicherung/index.html>, Download am 01.11.2011.
- CAMEY, BRIAN (1994): Socially Responsible Investing: Is it Successful?, in: Health Progress 75, pp. 20-23.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (2001): Green Paper. Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility, Brussels.
http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/com/2001/com2001_0366en01.pdf, Download am 08.10.2011.
- COX, JOHN / ROSS, STEPHEN / RUBINSTEIN, MARK (1979): Option Pricing: A Simplified Approach, in: Journal of Financial Economics 8, pp. 229-263.

- COWTON, CHRISTOPHER J. (1994): The Development of Ethical Investment Products, in: A. Prindle, B. Prodhan (Hrsg.): The ACT Guide to Ethical Conflicts in Finance, Oxford, Cambridge: Blackwell, S. 213-232.
- DANNHEISIG, HANS-JÜRGEN / SCHUERHOFF, CLEMENS / WOLF, FLORAIN / ZIMMERMANN, TANJA (2008): Nachhaltige Geldanlagen bei institutionellen Investoren, in: M. Faust, S. Scholz (Hrsg.): Nachhaltige Geldanlagen. Produkte, Strategie und Beratungskonzepte, Frankfurt am Main: Frankfurt School, S. 179-193.
- DEUTSCHER BUNDESTAG (2010): Antrag der Abgeordneten Dr. Gerhard Schick, Dr. Hermann Ott, Kerstin Andreae, et al. Finanzmärkte ökologisch, ethisch und sozial neu ausrichten (Drucksache: 17/795). Berlin: Heenemann.
<http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/17/007/1700795.pdf>, Download am 05.08.2011.
- DEUTSCHER BUNDESTAG (2011): Antrag der Fraktionen CO und FDP. Effektive Regulierung der Finanzmärkte nach der Finanzkrise (Drucksache: 17/6313). Berlin: Heenemann. <http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/17/063/1706313.pdf>, Download am 05.08.2011.
- DIETZFELBINGER, DANIEL (2004): Aller Anfang ist leicht: Unternehmens- und Wirtschaftsethik für die Praxis, 4. Aufl., München: Utz.
- DÖPFNER, CLAUDIA (2000): Zur Glaubwürdigkeit ethisch-ökologische Geld- und Kapitalanlagen. Eine theologisch-ethische Untersuchung vor dem Hintergrund der Frage nach der Glaubwürdigkeit der ökonomischen und monetären Strukturen (Ethik – Gesellschaft – Wirtschaft 8), Frankfurt am Main: IKO – Verlag für Interkulturelle Kommunikation.
- DOMINI, AMY L. (1992): What is Social Investing? What are Social Investors?, in: Peter D. Kinder, Steven D. Lydenberg, Amy L. Domini (Hrsg.): The Social Investment Almanac, New York: Henry Holt, S. 5-7.
- DOMINI, AMY (2001): Socially Responsible Investing. Making a Difference and Making Money, Chicago: Dearborn Trade.
- DREBLOW, JULIA (2005a): An Introduction to the concept of ethics in investment, in: J. Hancock (Hrsg.): An Investor's Guide to Ethical & Socially Responsible Investment Funds, London, Sterling: Kogan Page, S. 5-16.
- DREBLOW, JULIA (2005b): The different ethical and SRI investment models, in: J. Hancock (Hrsg.): An Investor's Guide to Ethical & Socially Responsible Investment Funds, London, Sterling: Kogan Page, S. 17-23.

- DYBVIG, PHILIP H. / ROSS, STEPHEN A. (2008): arbitrage, in: S. N. Durlauf, L. E. Blume (Hrsg): The New Palgrave Dictionary of Economics, 2. Aufl., Basingstoke: Palgrave Macmillan.
http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_A000123, Download am 22.09.2011.
- ECCLES, N. S. / VIVIERS, S. (2011): The Origins and Meanings of Names Describing Investment Practices that Integrate a Consideration of ESG Issues in the Academic Literature, in: Journal of Business Ethics, Online-Veröffentlichung.
- EDGEWORTH, FRANCIS Y. (1881): Mathematical Psychics. An Essay on Mathematics to the Moral Sciences, London: Keagan Paul and Co.
- EHRENBERG, RONALD G. / SMITH, ROBERT S. (2009): Modern Labor Economics. Theory and Public Policy, 10. Aufl., Boston, San Francisco, New York: Pearson AddisonWesley.
- ELTON, EDWIN J. / GRUBER, MARTIN J. / BROWN, STEPHEN J. / GOETZMANN, WILLIAM N. (2007): Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 7. Aufl., New York: Wiley.
- EUROSIF (2010): European SRI Studies 2010, überarbeitete Ausgabe, Paris.
http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/Research/Eurosif_2010_SRI_Study.pdf, Download am 19.09.2011.
- EUROSIF (2011): Greenpeace.
<http://www.eurosif.org/network/list-of-member-affiliates/item/91-greenpeace>, Download am 21.09.2011.
- EVANGELISCHE KIRCHE IN DEUTSCHLAND (2009): Wie ein Riss in der Mauer: Wort der evangelischen Kirche in Deutschland zur globalen Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise, Hannover. http://www.ekd.de/download/ekd_texte_100.pdf, Download am 21.09.2011.
- FAMA, EUGENE F. (1965a): The Behavior of Stock Market Prices, in: Financial Analysts Journal 38, pp. 34-105.
- FAMA, EUGENE F. (1965b): Random Walks in Stock Market Prices, in: Journal of Business 21, pp. 55-59.
- FAMA, EUGENE F. (1970): Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work, in: Journal of Finance 25, pp. 383-417.
- FAUST, MARTIN / SCHOLZ, STEFAN (2008): Nachhaltige Geldanlagen, in: M. Faust, S. Scholz (Hrsg.): Nachhaltige Geldanlagen: Produkte, Strategie und Beratungskonzepte, Frankfurt am Main: Frankfurt School Verlag. S. 133-156.

- FLOTOW, PASCHEN VON (2008): Nachhaltige Publikumsfonds im deutschsprachigen Markt – Konzepte und gute Gründe, in: M. Faust, S. Scholz (Hrsg.): Nachhaltige Geldanlagen: Produkte, Strategie und Beratungskonzepte, Frankfurt am Main: Frankfurt School Verlag. S. 293-309.
- FRANKE, GÜNTER / HAX, HERBERT (2009): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 6. Aufl., Dordrecht: Springer.
- FRIEDMAN, MILTON (1970): The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, in: New York Times Magazine, September 13, 1970, New York: New York Times.
<http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html>, Download am 08.10.2011.
- FUNG, HUNG-GAY / LAW, SERYL A. / YAU, JOT (2010): Socially Responsible Investment in a Global Environment, Cheltenham, Northampton: Edward Elger.
- GABRIEL, KLAUS (2007): Nachhaltigkeit am Finanzmarkt. Mit ökologisch und sozial verantwortlichen Geldanlage die Wirtschaft gestalten, München: oekom.
- GABRIEL, KLAUS (2008): Ethik in der Geldanlage: Grundlagen, Kriterien und Herausforderungen. in: M. Faust, S. Scholz (Hrsg.): Nachhaltige Geldanlagen: Produkte, Strategie und Beratungskonzepte, Frankfurt am Main: Frankfurt School Verlag, S. 21-41.
- GABRIEL, KLAUS / SCHLAGNITWEIT, MARKUS (2009): Das Gute Geld: Ethisches Investment – Hintergründe und Möglichkeiten, Innsbruck: Tyrolia Verlag.
- GERBER, JAMES (2011): International Economics, 5. Aufl., Bosten, Columbus, Indianapolis: Pearson Addison-Wesley.
- GERMANWATCH E.V. / UNIVERSITÄT POTSDAM, PIK POTSDAMER INSTITUT FÜR KLIMAFORSCHUNG / DIW (DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG) / WUPPERTAL INSTITUT FÜR KLIMA, UMWELT, ENERGIE (2007): Gesamtprojekt: Kurzdarstellung und Ziele: Mainstreaming von Klimarisiken und -chancen im Finanzsektor: Klimabezogene Chancen und Risiken in Versicherung, Vermögensverwaltung und Kreditvergabe (mit Schwerpunkt Vermögensverwaltung), zuletzt aktualisiert 19.03.2007.
<http://www.climate-mainstreaming.net/proj-ges.htm>, Download am 21.09.2011.
- GOEBEL, ELISABETH (2010): Unternehmensethik Stuttgart, UTB.
- GROSSMAN, SANFORD J./ STIGLITZ, JOSEPH E. (1980): On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, in: American Economic Review 70, pp. 393-408.

- HABERMAS, JÜRGEN (1981): Theorie des kommunikativen Handelns. Band I: Handlungsrationaliät und gesellschaftliche Rationalisierung, Frankfurt am Main: Suhrkamp.
- HABERMAS, JÜRGEN (1983): Moralbewußtsein und kommunikatives Handeln, Frankfurt am Main: Suhrkamp.
- HABERMAS, JÜRGEN (1991): Erläuterungen zur Diskursethik, Frankfurt am Main: Suhrkamp.
- HABERMAS, JÜRGEN / LUHMANN, NIKLAS (1971): Theorie der Gesellschaft oder Sozialtechnologie. Was leistet die Systemforschung?, Frankfurt am Main: Suhrkamp.
- HAIGH, MATTHEW (2006): Social investment: Subjectivism, sublation and the moral elevation of success, in: Critical Perspectives on Accounting 17, pp. 989–1005.
- HARGREAVES-HEAP, SHAUN (2008): economic man. In: S. N. Durlauf, L. E. Blume (Hrsg): The New Palgrave Dictionary of Economics, 2. Aufl., Basingstoke: Palgrave Macmillan. http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_E000020, Download am 22.09.2011.
- HARRINGTON, JOHN C. (1992): Investing with Your Conscience. How to Achieve High Returns Using Socially Responsible Investing, New York, Chichester, Brisbane: John Wiley and Sons.
- HARSANYI, JOHN C. (1953): Cardinal Utility in Welfare Economics and in the Theory of Risk-taking, in: Journal of Political Economy 61, pp. 434-435.
- HARSANYI, JOHN C. (1976): Essays on Ethics, Social Behavior, and Scientific Explanation (Theory and Decision Library, Vol. 12), Dordrecht, Boston: Riedel.
- HARSANYI, JOHN C. (1978): Bayesian Decision Theory and Utilitarian Ethics, in: American Economic Review 68, iss. 2, pp. 223-228.
- HEINRICHS, JAN-HENDRIK (2006): Grundbefähigungen. Zum Verhältnis von Ethik und Ökonomie, Paderborn: mentis.
- HESSE, AXEL (2008): Globale Herausforderungen für nachhaltige Entwicklung, in: M. Faust, S. Scholz (Hrsg.): Nachhaltige Geldanlagen: Produkte, Strategie und Beratungskonzepte, Frankfurt am Main: Frankfurt School Verlag, S. 5-20.
- HILLIER, DAVID / GRINBLATT, MARK / TITMAN, SHERIDAN (2008): Financial Markets and Corporate Strategy, European Edition, London: McGraw-Hill.
- HOELZ, HANNS MICHAEL (2008): Als Unternehmen Verantwortung tragen: Nachhaltigkeit bei der Deutschen Bank, in: M. Faust, S. Scholz (Hrsg.): Nachhaltige Geldanlagen: Produkte, Strategie und Beratungskonzepte, Frankfurt am Main: Frankfurt School Verlag, S. 107-129.

- HOFFMANN, JOHANNES / OTT, KONRAD / SCHERHORN, GERHARD (1997): Ethische Kriterien für die Bewertung von Unternehmen: Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden; deutsch und englisch, Frankfurt am Main: IKO Verlag für Interkulturelle Kommunikation.
- HOFFMANN, JOHANNES / SCHERHORN, GERHARD; BUSCH, TIMO (2004): Darmstädter Definition Nachhaltiger Geldanlagen, in_ Wuppertal Spezial 31, Darmstadt.
http://www.wupperinst.org/uploads/tx_wibeitrag/ws31.pdf, Download am 05.08.11.
- HULL, JOHN (2009): Derivate, Optionen und andere Derivate, 7. akt. Aufl., München: Pearson Studium.
- JAMES, SIMON (2006): Taxation and Contribution of Behavioral Economics. in: M. Altman (Hrsg.): Handbook of Contemporary Behavioral Economics: Foundation and Development, New York: M.E. Sharpe, S. 589-598.
- KANT, IMMANUEL (1974a): Grundlegung zur Metaphysik der Sitten, in: W. Weischedel (Hrsg.): Immanuel Kant, Werkausgabe VII, Frankfurt am Main: Suhrkamp S. 7-102.
- KANT, IMMANUEL (1974b): Kritik der praktischen Vernunft, in: W. Weischedel (Hrsg.): Immanuel Kant: Werkausgabe VII, Frankfurt am Main, Suhrkamp S. 103-302.
- KINDER, PETER D./ LYDENBERG, STEVEN, D. / DOMINI, AMY L. (1993): Investing for Good. Making Money While Being Social Responsible, New York: Harper Business.
- KIRCHGÄSSNER, GEBHARD (2008a): Homo Oeconomicus: das ökonomische Modell individuellen Verhaltens und seine Anwendung in den Wirtschafts- und Sozialwissenschaften (Die Einheit der Gesellschaftswissenschaften, Bd. 74), 3. Aufl., Tübingen: Mohr Siebeck.
- KIRCHGÄSSNER, GEBHARD (2008b): Homo Oeconomicus: the economic model of behaviour and its applications in economics and other social sciences (The European heritage in economics and the social sciences, Bd. 6), New York: Springer.
- KLUXEN, WOLFGANG (1999): Selbstverständnis und Aufgabe der Ethik. in: W. Korff, A. Baumgartner, H. Franz, et al. (Hrsg.): Handbuch der Wirtschaftsethik, Band 1: Verhältnisbestimmung von Wirtschaft und Ethik, Gütersloh: Gütersloher Verlagshaus, S. 152-198.
- KNOEPFFLER, NIKOLAUS (2009): Angewandte Ethik. Ein systematische Leitfaden. Köln, Weinmar, Wien: Böhlau.
- KREANDER, N.; GRAY, R.H.; POWER, D.M. ET AL. (2005): Evaluating the Performance of Ethical and Non-ethical Funds: A Matched Pair Analysis, in: Journal of Business Finance & Accounting 32, pp. 1465-1493.

- KREBS, CARSTEN (2006): Vorsicht bei ethischen Geldanlagen, in: Frankfurter Rundschau vom 14.6.2006. Frankfurt: Frankfurter Rundschau. <http://www.fr-online.-de/doku---debatte/vorsicht-bei-ethischen-geldanlagen,1472608,2884628.html>, Download am 21.10.2011.
- KRUGMAN, PAUL R. / OBSTFELD, MAURICE (2009): International Economics. Theory and Policy, 8. Aufl., Bosten, Columbus, Indianapolis: Pearson Addison-Wesley.
- KRUSCHWITZ, LUTZ / HUSMANN, SVEN (2010): Finanzierung und Investition, 6. Aufl., München: Oldenbourg.
- KUHNER, CHRISTOPH / MALTRY, HELMUT (2006): Unternehmensbewertung, Berlin, Heidelberg: Springer.
- LAUX, HELMUT (2007): Entscheidungstheorie. 7. Aufl., Berlin, Heidelberg: Springer.
- LAWS, DAVID / SCHOLZ, ROLAND W. / SHIROYAMA, HIDEAKI; ET AL. (2004): Experts views on sustainability and technology implementation, in: International Journal of Sustainable Development and World Energy 11, pp. 247-261.
- LEE, FREDERIC S. (2008): heterodox economics, in: S. N. Durlauf, L. E. Blume (Hrsg): The New Palgrave Dictionary of Economics, 2. Aufl., Basingstoke: Palgrave Macmillan. http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_H000175, Download am 04.11.2011.
- LINTNER, JOHN (1965): The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, in: Review of Economics and Statistics 47, pp. 13-37.
- LO, ANDREW W. (2008): efficient markets hypothesis, in: S. N. Durlauf, L. E. Blume (Hrsg): The New Palgrave Dictionary of Economics, 2. Aufl., Basingstoke: Palgrave Macmillan. http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_E000050, Download am 22.09.2011.
- MARKOWITZ, HARRY M. (1952): Portfolio Selection, in: Journal of Finance 7, pp. 77-91.
- MARKOWITZ, HARRY M. (1959): Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. Cambridge, MA. Wiley.
- MARREWIJK, CHARLES VAN / OTTENS, DANIEL / SCHUELLER, STEPHAN (2007): International Economics. Theory, Application, and Policy, Oxford, New York: Oxford University Press.
- MERTON, ROBERT C. (2008): options. in: S. N. Durlauf, L. E. Blume (Hrsg): The New Palgrave Dictionary of Economics, 2. Aufl., Basingstoke, Palgrave Macmillan. http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_O000044, Download am 22.09.2011.

- McKENZIE, CHRISTOPHER J. (1992): Environmental Investing: A Suggestion for State Legislation, in: Peter D. Kinder, Steven D. Lydenberg, Amy L. Domini (Hrsg.): The Social Investment Almanac, New York: Henry Holt. S. 39-85.
- MILL, JOHN S. (1987): Der Utilarismus, in: D. Birnbacher, N. Hoerster (Hrsg.): Texte zur Ethik, München: dtv, S. 203-208.
- MILLER, ALAN, J. (1991): Socially Responsible Investing. How to Invest with Your Conscience, New York, London, Toronto: New York Institute of Finance.
- MINOR, DYLAN B. (2007): Finding the [Financial] Cost of Socially Responsible Investing, in: The Journal of Investing 16, pp. 54-70.
- MOSSIN, JAN (1966): Equilibrium in Capital Asset Market, in: Econometrica 34, pp. 768-783.
- MOSKOWITZ, MILTON R. (1972): Choosing Socially Responsible Stocks, in: Business and Society Review, pp. 71–75.
- NOLL, BERND (2002): Wirtschafts- und Unternehmensethik in der Marktwirtschaft. Stuttgart, Berlin, Köln. Kohlhammer.
- ORLYTZKY, MARC / SCHMIDT, FRANK / RYNES, SARA L. (2003): Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis, in: Organization Studies 24, pp. 403-441.
- OULTON, WILL / HANCOCK, JOHN (2005): Measuring Corporate Social Responsibility, in: J. Hancock (Hrsg.): An Introduction to the concept of ethics in investment, London, Sterling: Kogan Page, S. 39-48.
- PERRIDON, LOUIS / STEINER, MANFRED / RATHGEBER ANDREAS (2009): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 15. Aufl., München: Vahlen.
- PETERSEN, HANS-GEORG (1993): Ökonomik, Ethik und Demokratie, Baden-Baden: Nomos.
- POPPER, KARL R. (2003): Die offene Gesellschaft und ihre Feinde. Band II. Falsche Propheten: Hegel, Marx und die Folgen, 8. Aufl., Tübingen: Mohr Siebeck.
- POPPER, KARL R. (2009): Vermutungen und Widerlegungen, 2. Aufl., Tübingen: Mohr Siebeck.
- PRIDDAT, BIRGER P. (2005): Moral und Ökonomie, in: K Röttgers (Hrsg.): Sozialphilosophische Studien. Band 8, Berlin: Parerga.
- RANSOME, WILLIAM / SAMPFORD, CHARLES (2010): Socially Responsible Investment. A Philosophical Approach, Farnham, Burlington: Ashgate.
- RAWLS, JOHN (1971): A Theory of Justice, Cambridge, London: Belknap.
- RAWLS, JOHN (1979): Eine Theorie der Gerechtigkeit, Frankfurt am Main: Suhrkamp.
- RAWLS, JOHN (1993): Political Liberalism (The John Dewey essays on philosophy. Number Four), New York: Colombia University Press.

- RIEDEL, SILKE (2008): Zielgruppen Nachhaltiger Geldanlagen, in: M. Faust, S. Scholz (Hrsg.): Nachhaltige Geldanlagen: Produkte, Strategie und Beratungskonzepte. Frankfurt am Main, Frankfurt School Verlag, S. 157-177.
- RILEY, JONATHAN (2008): utilitarianism and economic theory, in: S. N. Durlauf, L. E. Blume (Hrsg.): The New Palgrave Dictionary of Economics, 2. Aufl., Basingstoke: Palgrave Macmillan.
http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_U000073, Download am 04.11.2011.
- RENNEBOOG, LUC / TER HORST, JENKE / ZHANG, CHENDI (2005): The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds, in: Journal of Corporate Finance 14, pp. 302–322.
- ROBERTS, HARRY V. (1959): Stock-Market "Patterns" and Financial Analysis: Methodological Suggestions, in: Journal of Finance 14, pp. 1-10.
- ROMEO, RAFAEL / SERAJUDDIN, UMAR (2001): Technical Analysis for Direct Access Trading. A Guide to Charts, Indicators, and Other Indispensable Market Analysis Tools, New York: McGraw-Hill.
- ROSEN, RÜDIGER VON (2009): Nachhaltige Geldanlagen als Innovationstreiber, in: G. Ulshöfer, G. Bonnet (Hrsg.): Corporate Social Responsibility auf dem Finanzmarkt. Nachhaltiges Investment - politische Strategien - ethische Grundlagen, Wiesbaden: Verlag für Sozialwissenschaften, S. 81-98.
- ROSEN, RÜDIGER VON / FLOTOW, PASCHEN VON (2003): Nachhaltigkeit und Shareholder Value aus Sicht börsennotierter Unternehmen: Ergebnisse einer Umfrage des Deutschen Aktieninstituts e.V. und des Instituts für Ökologie und Unternehmensführung an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL e.V., in: R. von Rosen, P. von Flotow (Hrsg.): Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 22, Frankfurt am Main. http://www.sbi21.de/fileadmin/user_upload/Abschlussversion.pdf, Download am 26.10.2011.
- ROSS, STEPHEN A. (2008): finance, in: S. N. Durlauf, L. E. Blume (Hrsg.): The New Palgrave Dictionary of Economics, 2. Aufl., Basingstoke: Palgrave Macmillan.
http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_F000071, Download am 22.09.2011.
- RUDOLPH, BERND (1999): Finanzmärkte, in: W. Korff, A. Baumgartner, H. Franz, et al. (Hrsg.): Handbuch der Wirtschaftsethik. Band 3: Ethik wirtschaftlichen Handelns, Gütersloh: Gütersloher Verlagshaus, S. 274-292.
- SAMUELSON, PAUL (1965): Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly, in: Industrial Management Review 6, pp. 41-49.

- SÄVE-SÖDERBERGH, JENNY (2010): Who lets ethics guide his economic decision making? An empirical analysis of individual investments in ethical funds, in: *Economic Letters* 107, pp. 270-272.
- SCHÄFER, HENRY (2009): Verantwortliches Investieren: Zur wachsenden ökonomischen Relevanz von Corporate Social Responsibility auf den internationalen Finanzmärkten, in: G. Ulshöfer, G. Bonnet (Hrsg.): *Corporate Social Responsibility auf dem Finanzmarkt. Nachhaltiges Investment - politische Strategien - ethische Grundlagen*, Wiesbaden: Verlag für Sozialwissenschaften. S. 64-80.
- SCHALTEGGER, STEFAN (2008): Zentrale Bedeutung des „Business Case for Sustainability“ für Nachhaltiges Investment, in: M. Faust, S. Scholz (Hrsg.): *Nachhaltige Geldanlagen: Produkte, Strategie und Beratungskonzepte*, Frankfurt am Main: Frankfurt School Verlag, S. 61-79.
- SCHALTEGGER, STEFAN / SYNNESTVEDT, TERJE (2002): The link between 'green' and economic success: environmental management as the crucial trigger between environmental and economic performance, *Journal of Environmental Management* 65, pp. 339-346.
- SCHERHORN, GERHARD (2001): Will Globalization Contribute to a World Culture, in: L. Reisch (Hrsg.): *Ethical-ecological Investment: Toward Global Sustainable Development*, *Ethik – Gesellschaft – Wirtschaft* 12, Frankfurt am Main, London: IKO Verlag für Interkulturelle Kommunikation, S. 4-12.
- SCHNEEWEISS, ANTJE (2002): *Kursbuch Ethische Geldanlage: Aktien Fonds Beteiligungen*, Akt. u. überarb. Neuausgabe, Frankfurt am Main: Fischer Taschenbuch.
- SCHÖNING STEPHAN (2011): Ethische Investmentfonds: Ein Modeprodukt?, in: T. Nguyen (Hrsg.): *Mensch und Markt. Die ethische Dimension wirtschaftlichen Handelns* (Festschrift für Prof. Dr. Dr. h.c. Volker Arnold), Wiesbaden: Gabler, S. 373-416.
- SCHRAMM, MICHAEL (2006): Moralische Interessen in der Unternehmensethik, in: U. Ebert (Hrsg.): *Wirtschaftsethische Perspektiven VIII. Grundsatzfragen, Unternehmensethik, Institutionen, Probleme internationaler Kooperation und nachhaltiger Entwicklung* (Schriften des Vereins für Socialpolitik; Bd. 228/VIII), Berlin: Duncker & Humblot, S. 13 – 39.
- SCHRANZ, MARIO (2007): *Wirtschaft zwischen Profit und Moral. Die gesellschaftliche Verantwortung von Unternehmen im Rahmen der öffentlichen Kommunikation*, Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.

- SCHRÖDER, MICHAEL (2008): Performance Nachhaltiger Geldanlagen, in: M. Faust, S. Scholz (Hrsg.): Nachhaltige Geldanlagen: Produkte, Strategie und Beratungskonzepte, Frankfurt am Main: Frankfurt School Verlag, S. 519-537.
- SCHUMANN, OLAF J. (2011): Aufgaben und Methoden der philosophischen Ethik, in: Aßländer, Michael S. (Hrsg.): Handbuch Wirtschaftsethik, Stuttgart: Metzler, S. 7-11.
- SCHWEGLER, REGINA (2010): Moralisches Handeln von Unternehmen: Eine Weiterentwicklung des neuen St. Galler Management-Modells und der ökonomischen Ethik. Wiesbaden: Gabler.
- SHAPIRO, JOAN (1992): The Movement since 1970, in: Peter D. Kinder, Steven D. Lydenberg, Amy L. Domini (Hrsg.): The Social Investment Almanac, New York: Henry Holt. S. 8-23.
- SHARPE, WILLIAM F. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under the Conditions of Risk, in: Journal of Finance 19, pp. 425-442.
- SPARKES, RUSSELL (1995): The Ethical Investor, London: Harper Collins.
- SPARKES, RUSSELL (2001): Ethical investment: whose ethics, which investment? in: Business Ethics: A European Review 10, pp. 194-205.
- SPARKES, RUSSELL (2002): Socially Responsible Investment – A Global Revolution, Chichester: John Wiley & Sons.
- SPREMANN, KLAUS (2002): Wirtschaft, Investition und Finanzierung, 5. Aufl., München: Oldenbourg.
- SPREMANN, KLAUS (2010): Finance, 4. Aufl., München: Oldenbourg.
- STATMAN, MEIR (2000): Socially Responsible Mutual Funds, in: Financial Analysts Journal 56, pp. 30-39.
- STEINER, MANFRED / BRUNS, CHRISTOPH (2007): Wertpapiermanagement: Professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung, 9. Aufl., Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- SUCHANEK, ANDREAS (2001): Ökonomische Ethik, Tübingen: Mohr Siebeck.
- SUCHANEK, ANDREAS (2007): Ökonomische Ethik, 2. Aufl. Tübingen: Mohr Siebeck.
- THOMAS, WILLIAM, I. / THOMAS, DOROTHY S. (1928): The Child in America. Problems and Programs, New York: Knopf.
- THOMAS, WILLIAM, I. / ZNANIECKI, FLORIAN (1927): The Polish Peasant in Europe and America I. Problems and Programs, New York, Chicago: University of Chicago Press.

- TOBER, CLAUDIA / VÖGELE, GESA (2010): Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2010: Deutschland, Österreich und die Schweiz, in: Forum Nachhaltige Geldanlagen e.V. (Hrsg.). Berlin. http://www.forum-ng.org/images/stories/nachhaltige_geldanlagen/statusbericht_fng_2010_72dpi.pdf, Download am 05.08.2011.
- TOBIN, J. (1958): Liquidity Preference as Behavior Toward Risk, in: Review of Economic Studies 24, pp. 65-86.
- UNITED NATIONS DEVELOPMENT PROGRAMME (2003): Human Development Report 2003: Millennium Development Goals: A compact among nations to end human poverty, Oxford: Oxford University Press.
- UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT (2011): The Ten Principles, New York. <http://www.unglobalcompact.org/AboutTheGC/TheTenPrinciples/index.html>, Download am 15.10.2011.
- ULRICH, PETER (2008): Integrative Wirtschaftsethik: Grundlagen einer lebensdienlichen Ökonomie, 4. vollst. neu bearb. Aufl., Bern, Stuttgart, Wien: Haupt.
- ULRICH, PETER; HILL, WILHELM (1976): Wissenschaftstheoretische Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre. Wirtschaftswissenschaftliches Studium: Zeitschrift für Ausbildung und Hochschulkontakt 5, S. 304-309.
- ULSHÖFER, GOTLIND (2009): Corporate Social Responsibility auf den Finanzmärkten: Ebenen der Verantwortung, in: G. Ulshöfer, G. Bonnet (Hrsg.): Corporate Social Responsibility auf dem Finanzmarkt. Nachhaltiges Investment - politische Strategien - ethische Grundlagen, Wiesbaden: Verlag für Sozialwissenschaften. S. 27-44.
- ULSHÖFER, GOTLIND; BONNET, GESINE (2009): Finanzmärkte und gesellschaftliche Verantwortung – eine Einführung, in: G. Ulshöfer, G. Bonnet (Hrsg.): Corporate Social Responsibility auf dem Finanzmarkt. Nachhaltiges Investment - politische Strategien - ethische Grundlagen, Wiesbaden: Verlag für Sozialwissenschaften. S. 9-24.
- VARIAN, HAL R. (2011): Grundzüge der Mikroökonomik, 8. Aufl., München: Oldenbourg.
- WAGNER, GERHARD (2008): Nachhaltige Megatrends im Fokus des Swisscanto Asset Managements, in: M. Faust, S. Scholz (Hrsg.): Nachhaltige Geldanlagen: Produkte, Strategie und Beratungskonzepte, Frankfurt am Main: Frankfurt School Verlag, S. 505-515.

- WANG, JIANG (2008): finance (new developments). In: S. N. Durlauf, L. E. Blume (Hrsg): The New Palgrave Dictionary of Economics., 2. Aufl. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_F000291, Download am 22.09.2011.
- WERNER, GÖTZ W. (2004): Immer am Säen, in: A tempo 12/2004, Stuttgart: Freies Geistesleben & Urachhaus.
http://www.iep.uni-karlsruhe.de/download/a_tempo_Dezember_2004.pdf, Download am 14.10.2011.
- WINNET, ADRIAN / LEWIS, ALAN (2000): "You'd have to be green to invest in this": Popular economic models, financial journalism, and ethical investment, Journal of Economic Psychology 21, pp. 319-339.
- WISNIWSKI, SYLVIA (2008): Mikrofinanzierung, in: M. Faust, S. Scholz (Hrsg.): Nachhaltige Geldanlagen: Produkte, Strategie und Beratungskonzepte, Frankfurt am Main: Frankfurt School Verlag, S. 475-504.
- WOODWARD, THÉRÈSE (2000): A Review of the Nature and Significance of Ethical Investment in the United Kingdom, in: S. B. Dahiya (Hrsg.). The Current State of Business Disciplines. Volume 3. Finance, Rohtak (Indien): Spellbound Publications, S. 1317-1330.
- WORLD COMMISSION IN ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT World Commission (1987): Our Common Future, Oxford: Oxford University Press.